

ANALIZA ODRŽIVOSTI JAVNOG DUGA CRNE GORE

REZIME

Višegodišnji period negativnih efekata krize na crnogorsku ekonomiju uticao je na značajno i kontinuirano pogoršanje indikatora fiskalne stabilnosti, koje je sublimirano iskazano u budžetskom deficitu i, posljedično, nivou javnog duga.

Uvažavajući ovakvu situaciju, Vlada je usmjerila svoje aktivnosti ka zaustavljanju trenda pogoršanja fiskalnih parametara, u prvom redu budžetskog deficita i nivoa javnog duga. Odlučno smo usmjerili kapacitete ka snaženju fiskalnih pozicija u pravcu dostizanja fiskalne stabilnosti, koja je preduslov za finansijsku stabilnost, ekonomski rast i razvoj i, u krajnjem, veći nivo životnog standarda.

U tom pravcu smo napravili značajan iskorak, i to kroz paralelno djelovanje na više kolosjeka: počev od usvajanja budžeta, koji na svim pozicijama, osim u dijelu jačanja kapaciteta potrebnih za integracione procese, ima elemente štednje, kroz definisanje paketa dodatnih mjera fiskalnog prilagođavanja i stavljanje posebnog akcenta na borbu protiv sive ekonomije, do aktivnosti koje su fokusirane na restrukturiranje javnog duga.

ZAŠTO RESTRUKTURIRANJE JAVNOG DUGA?

- ✓ ... da bismo izbjegli njegov negativni uticaj na ekonomski rast i standard građana!

Visok nivo javnog duga ima snažan negativan uticaj na tekući i budući razvoj privrede. Korišćenje javnog duga za finansiranje tekućeg deficita vodi usporavanju ekonomskog rasta u narednim godinama i, posljedično, generiše dalje negativne efekte po ukupno stanovništvo.

**Prema istraživanju kojeg je sproveda EK, rast državnog duga od 10 p.p. ima uticaj na pad BDP-a u dugom roku, u intervalu od 0,5%, pa i do više od 2% BDP-a.*

- ✓ ... zato što visina javnog duga, odražavajući odluke prethodnih generacija, ograničava odluke budućih!

Državni dug utiče na alokaciju i distribuciju resursa, te stoga ima ograničavajuću ulogu u donošenju racionalnih ekonomskih odluka.

- ✓ ... da bismo poštovali Mاستrihtske kriterijume!

Prema ovim kriterijumima, javni dug treba da je niži od 60% BDP-a, a deficit opšte države od 3% BDP-a. Međutim, treba imati u vidu, da za male i otvorene ekonomije koje nijesu članice EU, ovo zaduženje mora biti niže, jer za njih su troškovi finansiranja javnog duga viši, a pristup finansijskim sredstvima je ograničen.

ANALIZA ODRŽIVOSTI JAVNOG DUGA

Prvi korak u započetoj aktivnosti restrukturiranja javnog duga čini izrada Analize održivosti javnog duga, koju su pripremili predstavnici Ministarstva finansija i Centralne banke Crne Gore, a koja daje ocjenu trenutnog stanja duga, projekciju kretanju, kao i predlog mjera koje je potrebno preduzeti u cilju restrukturiranja duga, odnosno njegovog smanjenja u narednom periodu.

Šta je pokazala Analiza?

Globalna ekonomska kriza je imala značajan negativan uticaj na javne finansije Crne Gore, a samim tim i na nivo javnog duga. Sanacija krize, u periodu od kraja 2008. godine pa nadalje, izazvala je fiskalno prilagođavanje, koje je uzrokovalo pojavu fiskalnog deficita, četiri godine zaredom.

Zbog ograničenih domaćih izvora finansiranja, pojava deficita je zatim uslovlila porast državnog duga, koji je sa 27,5% BDP-a, na kraju 2007. godine, dostigao iznos od 51,2,% na kraju 2012. godine. Ovakvo povećanje duga je usljedilo kao odgovor na krizu i kontraciklično djelovanje, kako

javna potrošnja ne bi bila previše smanjena i na taj način dodatno produbila uticaj krize. Pad, odnosno stagnacija, privredne aktivnosti i posljedično pad prihoda budžeta su povećali fiskalni deficit, javni dug i - preko povećane kamatne stope - buduće poreske obaveze.

Analiza je, dalje, potvrdila da je veoma bitno poštovanje dva osnovna pravila fiskalne politike, i to: 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.

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

Analiza strukture javnog duga Crne Gore

Ukupan javni dug (državni dug+dug državnih preduzeća)	1942.2 mil €
	58,42% BDP
Ukupan državni dug	1.699,5 mil € 51,12% BDP
Unutrašnji dug privrednih društava u državnom vlasništvu prema bankama u Crnoj Gori (stanje na 31.12.2012.g)	47,5 mil €
	1,43% BDP
Spoljni dug državnih preduzeća (stanje na 31.12.2011.g)	195,2 mil €
	6% BDP

Dug sa uključivanjem izdatih garancija:

Državni dug sa garancijama	2.072,2mil €
	62,34% BDP
Državni dug	1.699,5
	51,12% BDP
Izdate garancije (spoljnje i unutrašnje)	372,7mil €
	11,22% BDP

Javni dug sa garancijama	2.318,4 mil €
	69,64% BDP

Ukupan javni dug (državni dug+dug državnih preduzeća)	1945.7 mil € 58,42% BDP
Izdate garancije (spoljnje i unutrašnje)	372,7 mil € 11,22% BDP

Uticao državog duga na privredni rast i njegova održivost

Nivo duga ima značajan negativan uticaj na ekonomski rast, i to kroz tri kanala:

1. efekat „istiskivanja“ privatnih investicija (smanjenje nacionalne štednje i rast kamatnih stopa);
2. rast distorzije poreza neophodnih za servisiranje duga i
3. rast premije rizika koju plaća Vlada koja povećava troškove duga.

Ukoliko se uzme da je Mاستrihtski kriterijum najvažniji indikator održivosti duga, dug Crne Gore se može smatrati relativno održivim.

Međutim, s obzirom na tekuće stanje realne ekonomije, uticaj krize na ekonomski kapacitet privrede, kao i prilike na tržištu kapitala, u Crnoj Gori i kod izvora sredstava u Evropi, može se zaključiti da se dodatno mora preispitati politika duga u Crnoj Gori i strategija restrukturiranja postojećeg duga, kao i razmotriti mogućnosti i ponude za novo zaduživanje.

Šta su zaključci Analize?

- 1) S obzirom na značaj i ulogu javnog duga u crnogorskoj ekonomiji, dostignute limite i predstojeći period dospijeca obaveza u oblasti javnog duga Crne Gore, postoji prisustvo određenih rizika koji jasno upućuju na oprez u vođenju kako politike zaduživanja tako isto i ukupne fiskalne politike. Najavljena fiskalna strategija Vlade koja predviđa dalju konolidaciju sa troškovne strane sa godišnjom uštedom od 1 p.p. BDP-a može pozitivno djelovati na smanjenje ovih rizika.
- 2) Kako dešavanja u međunarodnom okruženju ne ukazuju na snažniji oporavak u 2013. godini, kod analiza duga realno je očekivati

produženje recesivnih uticaja krize i dalje prelivanje negativnih uticaja sa evropskog tržišta na privredni sektor Crne Gore. Optimalno rješenje u ovoj situaciji bi bilo da se tekuće zaduženje reprogramira po nižoj cijeni i sa dužim vremenskim periodom (najmanje 7 godina) kako bi se kreirao manji pritisk servisiranja dosjelih obaveza, a ujedno bi se otvorio prostor za minimalno povećanje tekućeg nivoa duga. Sa takvim indikatorima nivoa i otplate duga bi se obezbijedila veća stabilnost i djelimično zadržao pozitivni ambijent za pokretanja dinamičnijeg oporavka u narednom periodu.

- 3) Makroekonomska stabilnost i dinamičan rast ne mogu biti osigurani bez oporavka privredne djelatnosti. Jedino sa povećanjem realnog rasta u dužem roku potencijalni teret duga je lakše održiv. Budući da je BDP imenitelj visine zaduženosti, pokazatelj automatski raste ako BDP opada. Ovo pretstavlja tzv. „zamku zaduženosti“ gdje stanje duga postaje tok duga. Fiskalne mjere usmjerene na održivost duga su neophodne, ali isto tako je neophodno i paralelno kreiranje podsticajnog ambijenta za povećanje BDPa. Jedino u takvom poslovnom ambijentu se kreira održiva politika u dugom roku, a zemlja se ne izlaže opasnosti dužničke krize.

Analiza održivosti javnog duga na primjeru Crne Gore

UVOD

Eurizacija znači mnogo više od uvođenje stabilne valute. Ovaj izbor, prije svega, predstavlja nepovratno opredjeljenje za nisku inflaciju, fiskalnu odgovornost, transparentost i konkurentnost poslovnog ambijenta.

Sa ciljem da prednosti dobiju svoj primat nad nedostacima i potencijalnim rizicima, koji mogu da se ostvare u eurizovanoj ekonomiji, makroekonomske politike moraju biti usmjerene na očuvanje stabilnosti sistema. S obzirom na ograničene mogućnosti Centralne banke da bude poslednje utočište i koristi politiku cijena i deviznog kursa za „fino“ prilagođavanje konjunkturalnim kretanjima, fiskalna politika preuzima odgovornost da fiskalnim instrumentima apsorbiraju uticaje nestabilnosti u poslovnom okruženju. Odgovornost za kontraciklično djelovanje zahtijeva dodatnu odgovornost nadležnih vlasti da vode računa o fiskalnoj poziciji, koja u odsustvu domaće valute, Vladu neće izložiti krizi finansiranja. Visina javnog duga, stoga, definiše obim i kvalitet mjera koje se mogu koristiti za djelovanje u privrednim ciklusima, naročito fazama pada privredne djelatnosti, kako potencijalna kretanja ne bi izazvala dublje anomalije u sistemu (fazu recesije).

Stoga, se može zaključiti da u Crnoj Gori kao eurizovanoj ekonomiji, u uslovima ograničene monetarne politike, osnovni instrument za vođenje makroekonomske politike postaje fiskalna politika. Zakonsko definisanje fiskalnih pravila, kao i institucija odgovornih za nadgledanje sprovođenja fiskalnih pravila, predstavlja sredstvo koje može u velikoj mjeri doprinjeti realizaciji fiskalnog cilja, definisanog u skladu sa zahtjevima održivog razvoja, očuvanja stabilnosti i konkurentnosti privrede. Planiranje i realizacija budžeta, u direktnoj je vezi sa postavljenim fiskalnim ciljem, kreirajući kredibilitet i održivost fiskalne politike. Na ovaj način, postavljanjem pravila i instituta zaduženog za kontrolu njihovog sprovođenja, kao i sankcijama za njihovo kršenje, obezbjeđuje se ciljno djelovanje fiskalne politike.

Ciljnim djelovanjem fiskalne politike ograničava se sistemski rizik i sistemsko širenje rizika. Kontrola javne potrošnje i akumulacije javnog duga limitira učestalost poremećaja u pružanju ključnih usluga države koje mogu imati posljedice na realnu ekonomiju u tekućem i budućem periodu. Takođe, fiskalna politika posmatrana kroz prizmu fiskalnih pravila, u dugom roku, ne smije ograničavati ekonomski razvoj, odnosno, mora biti obezbjeđeno da se fiskalnim pravilima ne ograničavaju potencijali i prioriteti privrednog razvoja.

Visok javni dug, posebno spoljni, ne može doprinijeti razvoju ekonomije, već suprotno, ima snažan negativni uticaj na tekući i budući rast privrede. Dalje korišćenje takvog 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. Međutim, treba imati u vidu, da za male i otvorene ekonomije koje nisu članice EU, ovo zaduženje mora biti niže, jer za njih su troškovi finansiranja javnog duga viši, a pristup finansijskim sredstvima je ograničen. Za eurizovane ekonomije ovi kriterijumi moraju biti još niži, jer ne postoji mogućnost da se mjerama monetarne politike utiče na prilagodjavanje u kriznim uslovima, pa onda niži nivo javnog duga mora da predstavlja potencijalnu rezervu, koja bi otvorila prostor da se dodatnim zaduživanjem interveniše u periodu krize.

Globalna ekonomska kriza je imala značajan negativan uticaj na javne finansije velikog broja država, a samim tim i na njihov javni dug usljed efekta automatskih stabilizatora i preduzetih diskrecionih mjera podrške. Negativan rast BDP-a odrazio se, i dalje se odražava, na smanjenje javnih prihoda, fiskalnu disciplinu 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 u dugom roku.

Analiza kretanja, u fiskalnom sektoru Crne Gore, pokazuje da je sanacija krize u Crnoj Gori, u periodu od kraja 2008. godine pa na dalje izazvala fiskalno prilagođavanje, koje je uzrokovalo pojavu fiskalnog deficit, četiri godine za redom. Zbog ograničenih domaćih izvora finansiranja, pojava deficita je zatim uslovlila porast državnog duga, koji je sa 27,5% BDPa, na kraju 2007. godine, dostigao iznos od 51,2,% na kraju 2012. godine. Ovakvo povećanje duga je usljedilo kao odgovor na krizu i kontraciklično djelovanje, kako javna potrošnja ne bi bila previše smanjena i na taj način dodatno produbila uticaj krize. Pad, odnosno stagnacija, privredne aktivnosti i posljedično pad prihoda budžeta su povećali fiskalni deficit, javni dug i - preko povećane kamatne stope - buduće poreske obaveze. Porast duga, tokom pet godina, imao je izuzetno snažan rast i odslikava strukturne probleme u javnom sektoru. Visoko opterećenje fiksnim troškovima i neadekvatna struktura javne potrošnje, u krizi su ukazali na nedostatke na koje se u budućem periodu mora usmjeriti pažnja fiskalnih vlasti.

1. Pojam duga: razlika između državnog i javnog duga

Postoji više **definicija državnog duga**. Najšira definicija duga ističe da on predstavlja sredstva koja je posudila država, odnosno, sva potraživanja povjerioca prema javnom sektoru.

Definicija državnog duga koja se koristi na nivou Evropske unije data je Protokolom o proceduri pri prekomjernom deficitu i djelimično sistemom ESA95, u domenu u kojem je to bilo primjenljivo u definisanju kategorija koje ulaze u obračun duga.

- *Protokolom o proceduri pri prekomjernom deficitu (Excessive Deficit Procedure (EDP))* i odgovarajućom odlukom¹, data je definicija za dug, tzv. EDP dug, prema čijoj definiciji 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, bez javnih preduzeća.

- *ESA95 (European system of accounts (ESA95))*, ne definiše precizno državni dug, već samo daje 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 nekonsolidovan.

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 metodologiji ESA95 i metodologiji EDP duga odnose se na *instrumente*, finansijske kategorije koje su uključene u ESA95 ali ne i u EDP. To se, prije svega odnosi na finansijske derivate, tehničke rezerve osiguranja, trgovačke kredite i ostale

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.

Ugovorom iz Mاستrihta (Mاستriht Treaty), kojim je predviđeno uvođenje eura, predviđeno je i multilateralni fiskalni nadzor koji se sprovodi u okviru Evropske unije. Ovaj nadzor se zasniva na elementima definisanim u Protokolu o proceduri u prekomernom deficitu kojim se postavljaju rokovi i rasporedi za Evropski Savjet da donese odluku o postojanju prekomjernog deficita u državi članici, a na osnovu dostavljenog mišljenja EK i Ekonomsko-finansijskog odbora. Sporazum obavezuje države članice da poštuju budžetsku disciplinu kroz ispunjenje dva kriterijuma: deficita u odnosu na BDP i referentne vrednosti od 3%, kao i učešća državnog duga u BDP i referentne vrednosti od 60%, kao što je definisano u Protokolu o EDP i aneksu Ugovora.

obaveze prema dobavljačima. Takođe, razlika proizilazi i u tretmanu *obračunate kamate, kao i u vrednovanju finansijskih instrumenata* (tržišna i nominalna vrijednost).

U toku su aktivnosti na reviziji SNA93². Neki od predloga koji se razmatraju odnose se na državni dug – tretman potencijalnih obaveza u formi vladinih garancija i tretman rezervisanja (ni definicija EDP duga, ni definicija po ESA95 ne obuhvata rezervisanja za očekivana, ali ipak djelimično neizvjesna buduća plaćanja). U nacionalnim računima garancije nijesu prepoznate kao „ekonomska sredstva (aktiva)“, dok se ne aktiviraju.

Definicija za državni dug prema Međunarodnom monetarnom fondu³ 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. Ova kategorija ne ulazi u kategoriju duga „Opšte“⁴ vlade, koji se uzima kod analize nivoa duga (npr. Maastricht 60%).

2. Uzroci nastanka i način mjerenja duga

Najčešći **uzrok nastanka** državnog duga je rast državne potrošnje. Akumulacija duga, po ovom osnovu, nastaje iz neusklađenosti državnih rashoda sa mogućnostima finansiranja iz redovnih prihoda. Rast državne potrošnje koje nije praćeno 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. Uzimanjem duga u odnos sa BDP-om, dug se relativizuje nivoom opšteg bogatstva, odnosno, na ovaj način dug se posmatra u funkciji potencijala razvoja. Veće stope rasta BDP-a generisaće veći potencijal privrede i uz postojeći nivo duga, otvoriće prostor za novo zaduženje ukoliko bude nužno.

Analiza veličine državnog duga značajna je za praćenje *solventnosti vlade* (države). Vlada (država) je solventna ako redovno može da izmiruje dospjele obaveze iz ostvarenog suficita. Teorijski posmatrano, kako bi bila solventna država mora uvijek biti u mogućnosti da finansira svoje postojeće i buduće obaveze po osnovu duga preko suficita u budžetu, nastalog povećanjem prihoda (uslijed rasta osnovice, odnosno, realnog potencijala privrede ili rasta oporezivanja), prodajom aktive (privatizacija) i/ili smanjenjem rashoda (obaveza). Međutim, u praksi nije uvijek tako zbog ekonomskih i političkih ograničenja.

² SNA93 (eng. System of National Accounts) - Sistem nacionalnih računa je međunarodno propisana metodologija za obračun nacionalnih računa.

³ Izvor: MMF, "Government Finance Statistics Manual", 2001.

⁴ Sektor "Opšte vlade" kako je istaknuto u ESA 95 se sastoji od domaćih subjekata koji su u najvećoj mjeri angažovani u proizvodnji netržišnih proizvoda i usluga namjenjenih pojedinačnoj i kolektivnoj potrošnji i/ili raspodjeli nacionalnog dohotka i bogatstva. Uključena je centralna vlada (Budžet), lokalne samouprave i socijalni fondovi. Isključeni su subjekti u većinskom državnom vlasništvu, kao što su državna preduzeća.

Pored solventnosti, veoma je bitna i pozicija *likvidnosti vlade* (države). Vlada (država) je likvidna u tekućem periodu ako su raspoloživa sredstva i likvidna aktiva vlade usklađena sa prispjećem obavezama. Ročna struktura duga je bitna za analizu mogućih problema likvidnosti.

3. Državni dug, održivost duga i privredni rast

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) sredstava iz bankarskog sektora od privrednog sektora ka državnom. Često ovaj efekat može biti praćen rastom kamatne stope uslijed smanjivanja ponude raspoložive za plasman na 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, odnosno državni sektor preuzima ulogu katalizatora međunarodne likvidnosti ka domaćem tržištu korišćenjem svog boniteta pri zaduživanju. Za ovaj način zaduživanja bitan je dobar kreditni rejting zemlje.

Državni dug utiče na alokaciju i distribuciju resursa. Odražava odluke prethodnih generacija i ograničava odluke budućih generacija⁵.

Bitno je pitanje za šta se sredstva dobijena zaduživanjem koriste. Opravdanim se može smatrati korišćenje ovih sredstava 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.

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.

3.1. Analiza strukture državnog duga Crne Gore

⁵ Izvor: F. Balassone, D. Franco, S. Zotteri: „Public debt: A Survey of Policy Issues“, Bank do Italy, 2004.

Državni dug Crne Gore čine: spoljni dug i unutrašnji dug. Javni dug čini državni dug sa dugom preduzeća u državnom vlasništvu. Garancije se ne uključuju u obračun kategorija duga sa izuzetkom

Tabela br. 1 – Struktura državnog duga, u milionima eura i % od BDP

Ukupan državni dug (Budžet sa fondovima i lokalnim samoupravama)	1.699,5 mil €
	51,12% BDP
Unutrašnji dug	404,5 mil €
	12,17% BDP
Spoljni dug	1.295 mil €
	38,95% BDP

Ukupan javni dug (državni duga sa državnim preduzećima)	1942.2 mil €
	58,42% BDP
Ukupan državni dug	1.699,5 mil € 51,12% BDP
Unutrašnji dug privrednih društava u državnom vlasništvu prema bankama u Crnoj Gori (stanja na 31.12.2012.g)	47,5 mil €
	1,43% BDP
Spoljni dug državnih preduzeća (stanja na 31.12.2011.g)	195,2 mil €
	6% BDP

Napomena: spoljni dug državnih preduzeća je preliminarna procjena CBCG dobijena na osnovu direktnog istraživanja CBCG o stanju duga na kraju godine. Dug se odnosi na preduzeća u većinskom državnom vlasništvu, odnosno, čiji je udio države viši od 51%.

Dug sa uključivanjem izdatih garancija:

Državni dug sa garancijama	2.072,2mil €
	62,34% BDP
Državni dug	1.699,5
	51,12% BDP
Izdate garancije (spoljnje i unutrašnje)	372,7mil €
	11,22% BDP

Javni dug sa garancijama	2.318,4 mil €
	69,64% BDP
Ukupan javni dug (državni dug sa državnim preduzećima)	1945.7 mil € 58,42% BDP
Izdate garancije (spoljnje i unutrašnje)	372,7 mil €
	11,22% BDP

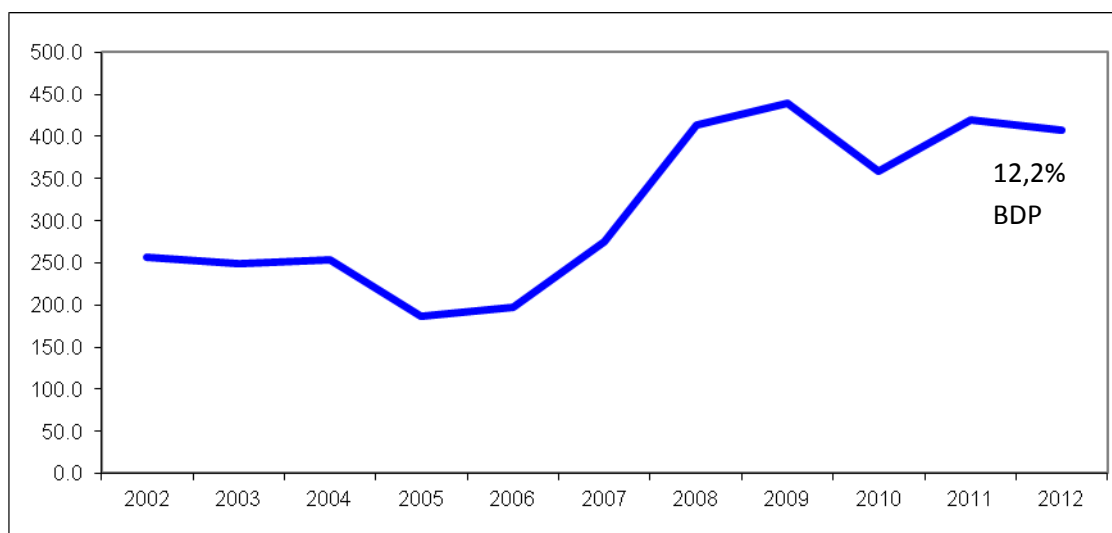
Pored Mاستrihta, postoje i kriterijumi Svjetske banke. Bitno je napomenuti da Svjetska banka posmatra javni dug kao državni dug uvećan za iznos odobrenih garancija. Prema ovim kriterijumima Crna Gora spada u umjereno zadužene zemlje.

Međutim, treba imati u vidu i ekonomski potencijal crnogorske privrede, kao i mogućnost i dinamiku servisiranja obaveza duga koji dopijeva. Uprkos činjenici, da nivo duga nije visok u relativnim pokazateljima, kratak rok dospeljeća i visoke kamatne stope ukazuju na prisustvo rizika koji može dovesti u pitanje održivost duga, ali i fiskalnu konkurentnost. Kao što je na početku analize istaknuto, eurizacija može da generiše koristi od uvođenja u privredni sistem samo u koliko se postigne konkurentnost privrede. Fiskalna konkurentnost, iskazana preko konkurentnih poreskih stopa je dugoročno usmjerenje održive politike razvoja zemlje. Stoga, povećanje poreza može doprinjeti smanjenju fiskalnih rizika samo u kratkom roku, dok je u dugom roku ovo neadekvatno rešenje i može proizvesti veće negativne posljedice po ekonomski potencijal privrede.

Unutrašnji dug

U periodu 2002-2011. godina struktura unutrašnjeg duga se mijenjala posmatrano prema instrumentu zaduživanja.

Slika br.1 – Kretanje unutrašnjeg duga, 000 000 eura



Izvor: Ministarstvo finansija Crne Gore

U strukturi unutrašnjeg duga dominiraju obaveze lokalnih samouprava i državni zapisi, dok se dug po osnovu obeštećenja i stare devizne štednje smanjuje.

Tabela br. 2 – Struktura unutrašnjeg duga (u milionima eura)

	Zaostale penzije	Komercijalni krediti	Obaveze po osnovu obeštećenja	Dug lokalnih samouprava	Stara devizna štednja	Kreditni nefinansijskih institucija	Državni zapisi	Zaostale obaveze	Obveznice Fonda Rada	UKUPNO
2002.	0,0	18,2	0,0	0,0	127,0	0,0	9,8	101,0	0,0	256,0
2003.	0,0	19,5	0,0	0,0	127,0	0,0	19,7	83,5	0,0	249,7
2004.	0,0	8,9	0,0	23,0	123,0	0,0	37,4	61,8	0,0	254,1
2005.	0,0	0,0	0,0	20,9	117,0	0,0	8,0	41,2	0,0	187,1
2006.	0,0	0,0	52,3	20,9	105,2	0,0	3,3	15,4	0,0	197,1
2007.	0,0	0,0	125,4	53,2	96,5	0,0	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	0,0	413,0
2009.	48,5	39,8	100,2	61,7	107,9	32,6	49,6	0,0	0,0	440,3
2010.	17,2	17,6	78,5	46,2	99,2	50,0	49,6	0,0	0,0	358,3
2011.	1,8	54,4	77,3	83,8	89,0	48,9	64,6	0,0	0,0	419,8
2012.	1,8	48,3	83,3	79,4	80,3	32,4	73,0	0,0	6,0	404,5

Izvor: Ministarstvo finansija Crne Gore

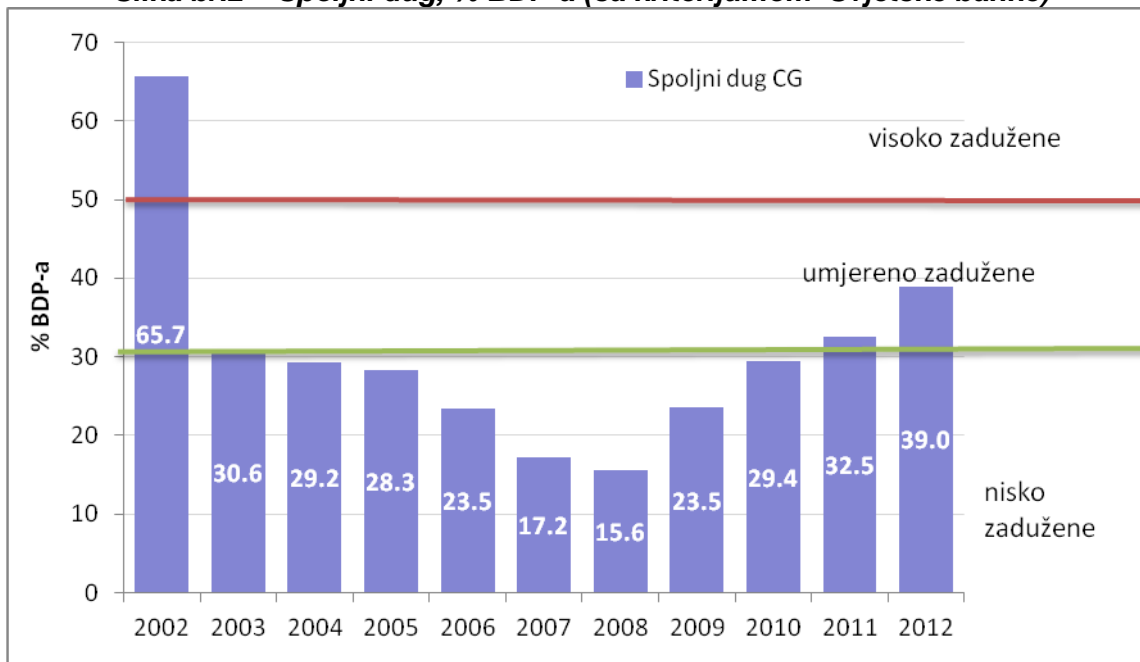
U posmatranom periodu, unutrašnji dug Crne Gore sastojao se od obaveza po osnovu:

- 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.

Spoljni dug

Spoljni dug Crne Gore tokom posmatranog perioda činio je veći dio ukupnog državnog duga.

Slika br.2 – Spoljni dug, % BDP-a (sa kriterijumom Svjetske banke)



Izor: Ministarstvo finansija Crne Gore

Akumulacija spoljnog duga nastala je kao adekvatan odgovor države da se u vremenu krize ne zadužuje u zemlji i shodno tome ne „crpi“ domaću likvidnost za fiskalno prilagođavanje već da koristi inostrane izvore:

1. Euroobveznice
2. Bilateralno zaduživanje (kod ili sa garancijom međunarodnih finansijskih institucija)
3. Komercijalno zaduživanje

U vezi sa tim, u toku 2010. i 2011. godine izdate su obveznice u visini od 200, odnosno 180 miliona eura. Kamatna stopa za navedene obveznice, iznosi 7.875%, odnosno 7.25%. navedene kamate predstavljaju značajno optrećenje za finansije, ali su u tom momentu predstavljale jedini način na koji je bilo moguće obezbijediti navedena sredstva, a pri tom je i data slika o tome kakva je položaj Crne Gore na međunarodnom tržištu kapitala. Ono što ovom prilikom treba istaći jeste da, i pored toga što je Crna Gora, u navedenim godinama, prvi put izašla na tržište, i pored niskog iznosa obaveznica, izazvala je značajno interesovanje što se reflektovalo i značajno visokom potražnjom.

Kada se govori posljednjim aktivnostima za obezbjeđivanje sredstava neophodnih za uredno izmirenje svih obaveza, koje su se odnosile na budžet za 2012. godinu, u toku 2012. godine, povučen je iznos, iz inostranih izvora, od oko 267 miliona eura. Takođe, početkom 2012. godine, povučeno je 59.1 miliona eura, iz kreditnog aranžmana sa Svjetskom Bankom, za aranžman Zajam za razvojnu politiku (Development Policy Loan), koji je zaključen u toku 2011. godine.

U toku 2012. godine, zaključen je i aranžman između Credit Suisse, Vlade Crne Gore i Svjetske banke, u iznosu od 100 miliona eura, gdje se Svjetska banka javila kao garant kredita u visini od 60 miliona eura.

Prednost navedena dva aranžmana što su obezbijeđeni pod povoljnijim uslovima, tako je za prvi aranžman kamatna stopa iznosila šestomjesečni EURIBOR + 80 baznih poena (0,8%), dok se kod drugog aranžmana kamata obračunava po stopi 12m EURIBOR plus Marža od 3,5 %.

Ministarstvo finansija u ovom trenutku vodi pregovore sa Svjetskom bankom o obezbjeđivanju trećeg aranžmana, u visini od 50 miliona US dolara, koji bi, kao u prethodnim slučajevima, bio pod povoljnijim uslovima. Na ovaj način obezbjeđuju se sredstva pod povoljnijim uslovima, u namjeri da se što više smanje izdaci po osnovu obaveza, a samim tim i potreba za novim finansiranjem, što će biti i jedan od ciljeva dalje politike Ministarstva finansija.

Istovremeno, u toku 2012. godine, zaključen je i kreditni aranžman sa bankom Credit Suisse, u visini od 150 miliona. U vezi sa aranžmanom sa Credit Suisse, u visini od 150 miliona eura, oko 52 miliona eura iskorišteno je za refinansiranje postojećeg aranžmana sa Credit Suisse, dok su preostala sredstava, u iznosu od 98 miliona eura, iskorištena su za potrebe finansiranja budžeta.

Sredstva aranžmana otplaćivaće se u periodu od 5 godina, do 2017. godine, a otplata kredita započeće 24 mjeseca od povlačenja sredstava. Kamatna stopa na aranžman iznosi 12 mjesečni Euribor plus margina od 6.5%.

Kako bi se zaokružila finansijska konstrukcija za potrebe finansiranja budžeta u toku 2012. godine, kao i za početak 2013. godine, Ministarstvo finansija je zaključilo dva aranžmana u ukupnoj visini od 40 miliona eura. Tom prilikom zaključen je aranžman u visini od 10 miliona eura sa Societe General Montenegro, kao i aranžman sa Erste Bank iz Austrije, u visini od 30 miliona eura.

Aranžman sa Erste Bankom zaključen je u periodu od 5 godina sa grace periodom od 6 mjeseci. Kredit će se otplaćivati u 10 polugodišnjih rata, sa fiksnom kamatnom stopom u visini od 7.045%. Takođe, Ministarstvo finansija zaključilo je u 2009. godini aranžman sa Erste Bankom, u istom iznosu, za potrebe finansiranja budžeta, gdje je kamatna stopa iznosila preko 9%.

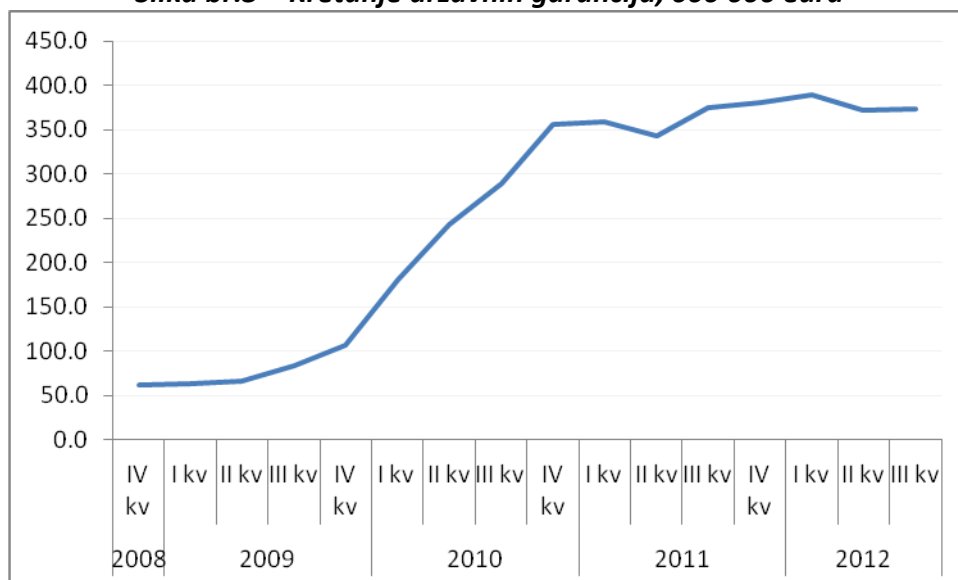
U pogledu kreditnog aranžmana sa Socite Generale Montenegro, navedena banka dostavila je ponudu na iznos od 10 miliona eura, sa kamatnom stopom 3 mjesečni EURIBOR + 6% godišnje.

U narednom periodu, osnovni cilj u obezbjeđivanju sredstava za finansiranje budžeta biće obezbjeđivanje što je moguće povoljnih uslova za zaduženje.

Državne garancije Crne Gore

Sa ciljem podrške likvidnosti privrednom sektoru Crne Gore u krizi, država je izdala garancije. Garancije su se pokazale kao značajan izvor rizika fiskalne stabilnosti jer je u 2012. godini došlo do aktiviranja istih.

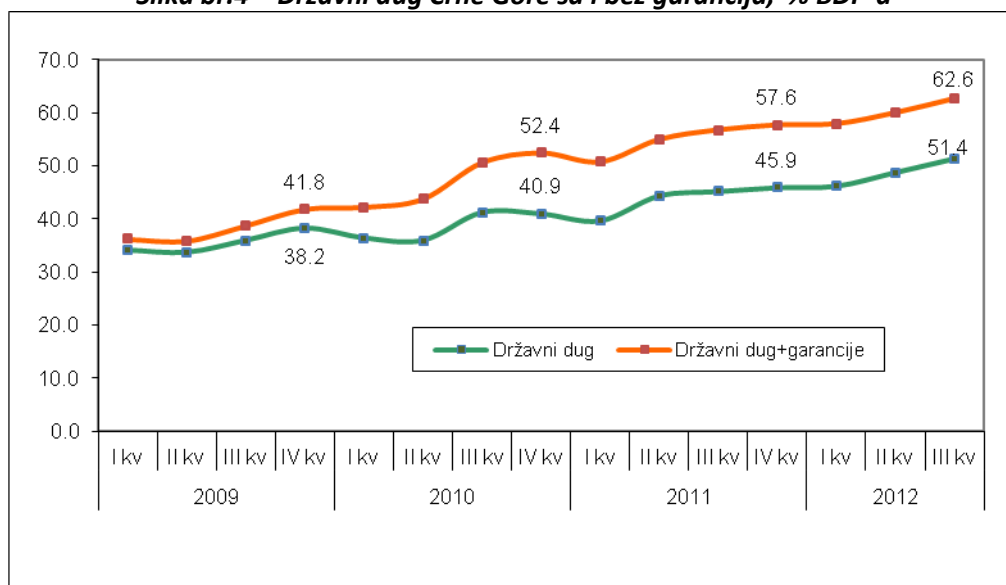
Slika br.3 – Kretanje državnih garancija, 000 000 eura



Izvor: Ministarstvo finansija Crne Gore

Garancije Crne Gore, na dan 30.09.2012. godine, iznosile su 372,7 miliona eura i činile su 21,8% državnog duga, odnosno % procijenjenog BDP-a. Uključivanjem garancija i kalkulaciju duga dolazi se do kategorije državnog duga po metodologiji Svjetske banke i u tom slučaju bi dug Crne Gore iznosio 62,6% procijenjenog BDP-a za 2012. godinu.

Slika br.4 – Državni dug Crne Gore sa i bez garancija, % BDP-a



Izvor: Kalkulacije CBCG

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.

Upravljanje dugom podrazumijeva upravljanje njegovom strukturom, tako da Vlada odlučuje koji će se instrumenti duga koristiti za pribavljanje nedostajućih sredstava putem unutrašnjeg zaduživanja.

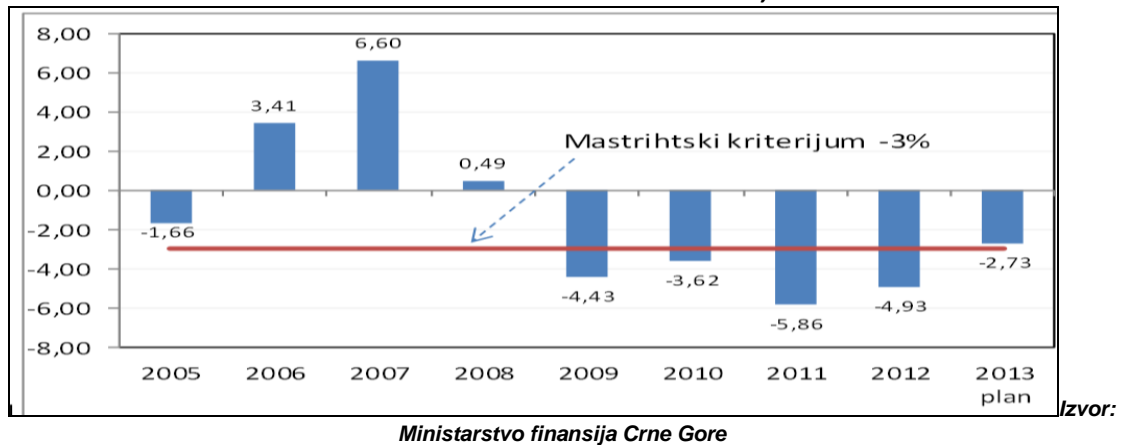
3.2. Uticaj državnog duga na privredni rast (primjer privrede Crne Gore)

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.

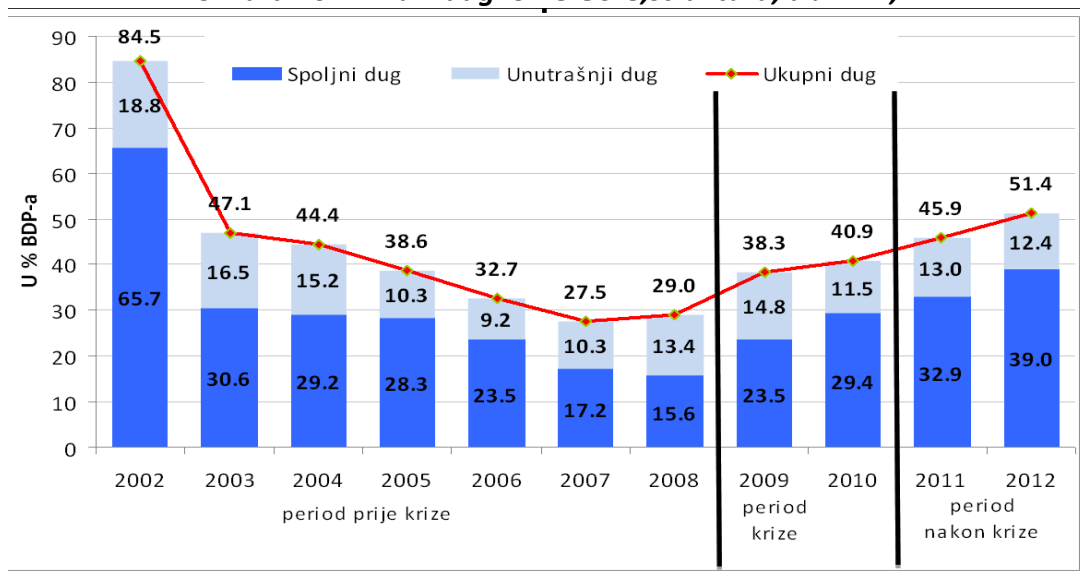
Sanacija krize u Crnoj Gori, u periodu od kraja 2008. godine pa na dalje izazvala je fiskalno prilagođavanje koje je uzrokovalo pojavu fiskalnog deficita četiru godine za redom i udvostručila nivo državnog duga u ovom periodu. Porast duga, tokom pet godina, imao je izuzetno snažan rast i odslikava strukturne probleme u javnom sektoru. Visoko opterećenje fiksnim troškovima i neadekvatna struktura javne potrošnje, u krizi su pokazali neefikasnost koja još uvijek postoji u ovom sektoru. Rezultati istraživanja⁶ na ovom polju upozoravaju da korišćenje fiskalne politike i povećanje javnog duga znatno usporavaju rast u budućem periodu, kako kod razvijenih tako isto i kod zemalja u razvoju. Ovo je ključna lekcija koja je naučena na teži način iz prethodnih kriza, a li i iz tekuće globalne finansijske krize. Dominacija fiskalne politike u saniranju posljedica krize može imati dugoročni negativni efekat na oporavak i revitalizaciju privreda. Potencijalno povećanje poreskih stopa koje može da usljedi zbog pritiska finansiranja obaveza po osnovu zaduženja, usporiće oporavak privrednog sektora i preko preliivanja sada fiskalnog rizika kreirati pritisak na finansijsku stabilnost.

⁶ Izvor: Reinhart i Rogoff (2010)

Slika br. 5.: Budžetski deficit Crne Gore, u %BDP



Slika br. 6.: Državi dug Crne Gore, struktura, u %BDP,



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 suficit budžeta.

Jedan od mogućih načina izračunavanja održivosti duga jeste primjena jednostavne jednačine kojom su obuhvaćeni najvažnije komponente koje čine elemente održivosti duga.

Kriterijum održivosti državnog duga predstavljen je formulom⁷

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

⁷ Izvor: Hrvatska udruga banaka: „Održiva fiskalna politika i javni dug: Nikad više kao prije”, 2010.

81000 Podgorica, ul. Stanka Dragojevića br. 2

tel: +382 20 242 835; fax: +382 20 224 450; e-mail: mf@mif.gov.me

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.

Kada je u pitanju Crna Gora, treba napomenuti da je teško procijeniti, posebno u sadašnjim uslovima, prinos na državne obveznice u dugom roku, dugoročni rast BDP-a i shodno tome, definisati i primarni saldo budžeta. Primjenom prikazane formule na primjeru crnogorske privrede, koristeći raspoložive podatke, prilagođene ovoj jednačini dobijaju se sledeći rezultati:

U sledećoj tabeli prikazano je pet scenarija za održivost duga Crne Gore. Parametri su odabrani na osnovu postojećih podataka, kao i slučajno odabranih pokazatelja koje je neophodno ostvariti da bi se postigao željeni cilj.

Tabela br. 3. Scenariji održivost duga Crne Gore

		Scenario 1	Scenario 2	Scenario 3	Scenario 4	Scenario 5
s	primarni saldo budžeta, u % BDP-a	-3,2%	-3,2%	-3,2%	-3,2%	3,0%
r	realni prinos na dugoročne državne obveznice, u %	7,3%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%
g	stopa realnog rasta BDP-a	0,5%	0,5%	1,5%	12,0%	0,5%
d	zatečeno učešće javnog duga u BDP-u	51,2%	51,2%	51,2%	51,2%	51,2%
	$s \geq (r - g) d$	$-3,2 \geq 3,5$	$-3,2 \geq 2,6$	$-3,2 \geq 2,1$	$-3,2 \geq 1,3$	$3,0 \geq 2,6$
		veće opterećenje j.finansija	veće opterećenje j.finansija	veće opterećenje j.finansija	veće opterećenje j.finansija	srednje opterećenje j.finansija

Iz tabele se jasno vidi da je neophodno ostvariti budžetski suficit, ukoliko se želi postići održivost duga.

U sledeće dvije tabele inputi za scenarija su podaci koje je Ministarstvo finansija prognoziralo u Pretpristunom ekonomskom programu 2012-2015.

Tabela br. 4. Scenariji održivost duga Crne Gore prema podacima iz PEP 2012-2015

	Scenario višeg rasta	2012	2013	2014	2015
s	primarni saldo budžeta, u % BDP-a	-3,20%	-0,21%	0,69%	1,92%
r	realni prinos na dugoročne državne obveznice, u %	5,56%	5,56%	5,56%	5,56%
g	stopa realnog rasta BDP-a	0,50%	2,50%	3,00%	3,50%
d	zatečeno učešće javnog duga u BDP-u	51,2%	54,5%	54,3%	51,7%
	$s \geq (r - g) d$	$-3,2 \geq 2,6$	$-0,21 \geq 1,67$	$0,69 \geq 1,39$	$1,92 \geq 1,07$
	Izvor: PEP 2012-2015	veće opterećenje j.finansija	veće opterećenje j.finansija	veće opterećenje j.finansija	srednje opterećenje j.finansija

	Scenario nižeg rasta	2012	2013	2014	2015
s	primarni saldo budžeta, u % BDP-a	-3,2%	-0,4%	0,1%	0,5%
r	realni prinos na dugoročne državne obveznice, u %	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%
g	stopa realnog rasta BDP-a	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%
d	zatečeno učešće javnog duga u BDP-u	51,2%	55,7%	57,2%	56,9%

81000 Podgorica, ul. Stanka Dragojevića br. 2

tel: +382 20 242 835; fax: +382 20 224 450; e-mail: mf@mif.gov.me

	$s \geq (r - g) d$	$-3,2 \geq 2,6$	$-0,35 \geq 2,5$	$0,05 \geq 2,32$	$0,48 \geq 2,0$
	<i>Izvor: PEP 2012-2015</i>	veće opterećenje j.finansija	veće opterećenje j.finansija	veće opterećenje j.finansija	srednje opterećenje j.finansija

	2008	2009	2010	2011	2012
Primarni saldo budžeta, % BDP-a	1,22	-3,61	-2,64	-4,47	-3,24

Izvor: PEP 2012-2015

Primjena jednačine na raspoložive podatke ukazuje da je sa tekućim stanjem državnog duga on predstavljati srednje opterećenje javnih finansija tek sa ostavrenim primarnim suficitom od 1,9% BDP; realnom stopam rasta od 3,5%, i cijenom zaduženja od 5,6%. Međutim, kako je već navedeno, teško je projektovati dugoročni realni rast prinosa na obveznice i BDP-a, tako da se ovaj kriterijum može koristiti samo 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 saldonom pokazuje održivost fiskalne politike.

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 istraživanju kojeg je sprovedla Evropska komisija, rast državnog duga od 10 procentnih poena imaće uticaj na pad BDP-a u dugom roku u intervalu od ½% pa i do više od 2% BDP-a, zavisno od načina na koji se finansiraju troškovi kamata. Negativan uticaj na rast dolazi od distorzionog uticaja poreza koji se u dugom roku moraju povećavati kako bi se akumulirao suficit u budžetu, potreban za servisiranje preuzetih obaveza.

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 capita⁸.

Ekonomski rast (stopa rasta) ima linearno negativni uticaj na koeficijent javni dug/BDP, a visok nivo javnog duga može biti poguban za ekonomski rast, nakon ulaska u više zone duga.. Koeficijent državnog dug/BDP iznad nivoa 90-100% imaće izuzetno negativan uticaj na ekonomski rast. Negativni efekti visokog duga na rast mogu početi već na nivou od 70-80% BDP-a, u koliko ekonomija nema snžan ekonomski potencijal da akumulira vrijednost. Pored toga, godišnje promjene koeficijenata javni dug/BDP i budžetski deficit/BDP su negativno i linearno povezani sa rastom BDP-a per capita.

⁸ 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.

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.

Tabela br. 5 – Kretanje državnog duga Crne Gore

	Ukupno državni dug	
	000 000 eura	% BDP-a
2002.	1.149,2	84,5
2003.	711,2	47,1
2004.	742,4	44,5
2005.	700,4	38,6
2006.	701,1	32,6
2007.	737,2	27,5
2008.	894,7	29,0
2009.	1.140,2	38,2
2010.	1.270,7	40,9
2011.	1.487,5	46,0
2012.	1.699,5	51,12

Izvor: Ministarstvo finansija Crne Gore

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 (slika br. xx). Kako pojedine kompanije u državnom vlasništvu nijesu mogle da servisiraju dug, država je, u cilju pomoći, preuzela njihove dugove.

Ukoliko se uzme da je Mاستrihtski kriterijum najvažniji indikator održivosti duga, dug Crne Gore se može smatrati relativno održiv, međutim, sobzirom na tekuće stanje realne ekonomije, uticaj krize na ekonomski kapacitet privrede, kao i prilike na tržištu kapitala, u Crnoj Gori i kod izvora sredstava u Evropi (riziku nesklono tržište da posuđuje zemljama u razvoju što negativno utiče na kreditnu aktivnost u zemlji i oporavak agregatne tražnje, kao i mogućnost novog zaduženja države, banaka i privrede) može se zaključiti da se dodatno mora preispitati:

1. Politika duga u Crnoj Gori;
2. Strategija restrukturiranja postojećeg duga;
3. i razmotriti mogućnosti i ponude za novo zaduživanje.

Takođe, reperne vrijednosti javnog duga moraju se sagledati i agregatno, u zbirnom iznosu sa privatnim spoljnim dugom, i sa uticajem koji oni imaju zajedno na stanje finansijske

81000 Podgorica, ul. Stanka Dragojevića br. 2

tel: +382 20 242 835; fax: +382 20 224 450; e-mail: mf@mif.gov.me

stabilnosti, indirektno, preko potencijalnih stopa rasta u budućnosti. Naime, Reinhart i Rogoff (2010) ističu da se reperne vrijednosti koje predstavljaju sidro stabilnosti održivog duga moraju uzeti sa dozom opreza i za razvijene i zemlje u razvoju (Prilog 3). Na osnovu istraživanja koje su ovi autori uradili, na primjeru od 44 zemlje u vremenskom periodu od 200 godina, ističe se da se za nivo duga (privatnog i javnog) koji prelazi 90 odsto BDP znatno usporava rast u budućnosti. Ovi autori ističu da je taj efekat takav da dolazi do duplo manjeg rasta nego što bi se potencijalno sa raspoloživim faktorima u privredi mogao ostvariti.

4. Troškovi zaduživanja i održivost duga Crne Gore

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

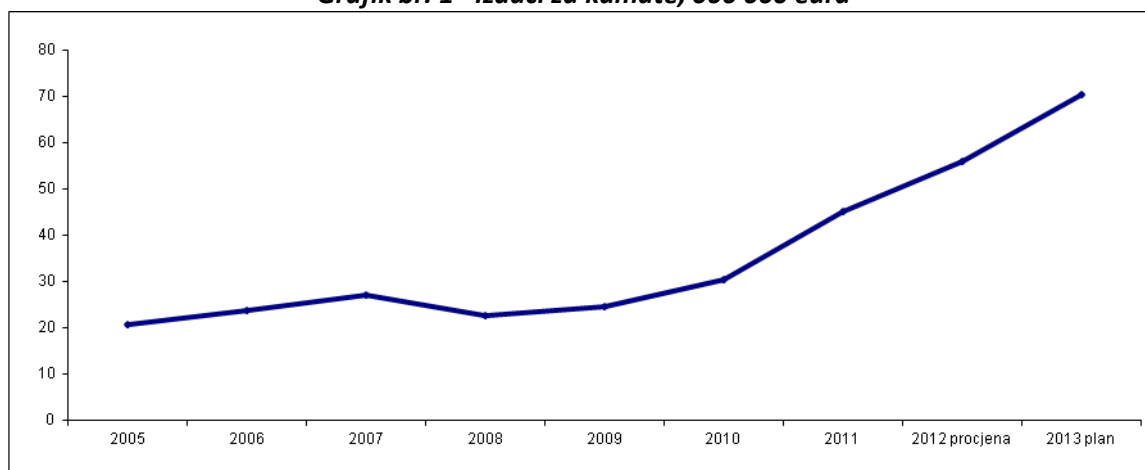
Tabela br. 6 – Troškovi otplate državnog duga (Budžet sa državnim fondovima)

	2008.*	2009.*	2010.*	2011.*	2012.* procjena	2013.* plan
Izdaci za kamate (milioni eura)	22,53	24,51	30,26	45,09	55,99	70,4
Kamate/ukupni prihod države (%)	1,75	2,1	2,65	3,99	5,00	6,06
Kamate/ukupni prihodi od poreza (%)	2,72	3,44	4,48	6,40	8,14	10,05
Kamate/ukupni rashod države (%)	1,77	1,88	2,42	3,42	4,37	5,60
Kamate (% BDP-a)	0,73	0,82	0,97	1,39	1,68	2,02

Izvor: Zakoni o završnim računima budžeta Crne Gore

Postoji snažan trend rasta pozicije izdaka za kamate u tekućem periodu, međutim ono što najviše zabrinjava je rast ovih izdataka u budućem period.

Grafik br. 1 –Izdaci za kamate, 000 000 eura



Izvor: Ministarstvo finansija Crne Gore

Sledećom tabelom dat je pregled kredita sa najvećim iznosima otplate i ukupna otplata kredita po godinama:

Tabela 7. pregled kredita sa najvećim iznosima otplate i ukupna otplata kredita po godinama

	Kamatna stopa	početak otplate	kraj otplate	2013		2014		2015		2016		2017	
				Glavnica	Kamata	Glavnica	Kamata	Glavnica	Kamata	Glavnica	Kamata	Glavnica	Kamata
Credit Suisse 1	12 m euribor + 3.5%	27-Jul-13 27-Jul-19	27-Jul-17 27-Jul-19	8.000.000,00	4.551.347,22	8.000.000,00	4.024.861,24	8.000.000,00	3.660.753,46	8.000.000,00	3.305.677,58	8.000.000,00	2.932.537,90
Credit Suisse 2	12 m euribor + 6.5%	11-Apr-14	11-Apr-17	0,00	9.735.728,51	30.000.000,00	12.133.333,34	30.000.000,00	9.700.000,00	30.000.000,00	7.284.760,83	60.000.000,00	4.828.572,51
ERSTE budzet	9,13	28-Dec-10	28-Jun-14	7.500.000,00	867.350,00	3.750.000,00	173.089,59	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
ERSTE budzet novi	7,05	30-Jun-13	30-Dec-17	6.000.000,00	1.953.226,25	6.000.000,00	1.606.847,09	6.000.000,00	1.178.276,25	6.000.000,00	752.053,75	6.000.000,00	321.134,59
Eurobond 1	7,875	14-Sep-15	14-Sep-15	0,00	15.750.000,00	0,00	15.750.000,00	200.000.000,00	15.750.000,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Eurobond 2	7,25			0,00	13.050.000,00	0,00	13.050.000,00	0,00	13.050.000,00	180.000.000,00	13.050.000,00	0,00	0,00
UKUPNO				21.500.000,00	45.907.651,98	47.750.000,00	46.738.131,26	244.000.000,00	43.339.029,71	224.000.000,00	24.392.492,16	74.000.000,00	8.082.245,00
UKUPNO SVI KREDITI (trenutno)				69.115.522,95	60.963.182,68	101.318.261,43	60.604.725,17	300.716.232,50	55.981.641,21	279.162.492,10	36.037.443,74	132.108.773,18	18.605.716,23
OTPLATA GLAVNICA+KAMATA				130.078.705,63		161.922.986,60		356.697.873,70		315.199.935,84		150.714.489,41	
EUROBOND NOVI				0,00	0,00	0,00	32.500.000,00	0,00	32.500.000,00	0,00	32.500.000,00	0,00	32.500.000,00
UKUPNO SVI KREDITI (novi)				69.115.522,95	32.163.182,68	101.318.261,43	64.304.725,17	100.716.232,50	59.681.641,21	99.162.492,10	55.487.443,74	102.108.773,18	51.105.716,23
OTPLATA NOVA GLAVNICA+KAMATA				101.278.705,63		165.622.986,60		160.397.873,70		154.649.935,84		153.214.489,41	

81000 Podgorica, ul. Stanka Dragojevića br. 2

tel: +382 20 242 835; fax: +382 20 224 450; e-mail: mf@mif.gov.me

Nakon uvida u dinamiku otplate kredita, evidentno je da je najveći pritisak na finansije u otplati kredita u periodu od 2014. godine do 2017. godine, kao i 2019. godina, gdje je predviđena otplata 60 miliona eura kredita Credit Suisse. U tom dijelu trebalo bi napraviti rasterećenje u plaćanju obaveza za navedene godine, kako bi smanjilo pritisak na finansijske obaveze budžeta.

Rešenje ovog problema može se pronaći u reprogramu otplate euroobveznica, i izdavanju nove obveznice za period od 7 godina, koja bi dospijevala 2020. godine, u visini od 500 miliona eura, i kamatnom stopom od 6.5% kamate. U tabeli je prikazano kako bi izgledale nove obaveze za plaćanje u takvom scenariju.

Tabela 8. Otplata duga u periodu od 2018 – 2023. godine.

	2018		2019		2020	
	Glavnica	Kamata	Glavnica	Kamata	Glavnica	Kamata
UKUPNO SVI KREDITI	61.176.124,95	12.089.163,70	110.525.226,12	10.615.243,57	47.717.865,85	7.125.672,01
	73.265.288,65		121.140.469,70		54.843.537,86	
EURUBOND NOVI UKUPNO PRERASPODJELA	0,00	32.500.000,00	0,00	32.500.000,00	500.000.000,00	32.500.000,00
	91.176.124,95	46.989.163,70	110.525.226,12	43.115.243,57	547.717.865,85	39.625.672,01
OTPLATA NOVA GLAVNICA+KAMATA	138.165.288,65		153.640.469,70		587.343.537,86 (bez bonda 87.343.537,86)	

Takođe, mogla bi se redefinisati otplata kredita Credit Suisse, za 2017. godinu, gdje je predviđeno 60 miliona otplate, na po 30 miliona eura na 2017. i 2018. godinu, gdje bi se smanjila otplata kredita sa 100 miliona na oko 80 miliona eura, a otplata kredita za 2020. godinu (ako se izuzme otplata bonda, koji će biti vjerovatno refinansiran), iznosiće oko 77 miliona eura. Dok bi i kamata za 2020. godinu porasla za nekih 2 miliona eura.

U namjeri da se smanji pritisak na državne finansije, odnosno umanjiti uticaj koje otplate obaveza imaju na budžet, Ministarstvo finansija razmatra mogućnosti, kao što je navedeno, o eventualnom smanjenju obaveza po pitanju otplate obveznica za 2014. i 2015. godinu. U tom pravcu, od banaka dobijene su pozitivne informacije o tome da bi upravljanjem postojećih obaveza, imalo pozitivan efekat kako na smanjenje finansijskih obaveza, tako i na likvidnost naših obveznica na sekundarnom tržištu. To bi bilo od značaja i za buduće aranžmane, kako bilateralne tako i za novo izdavanje obveznice, jer bi se na taj način poboljšala slika na međunarodnom tržištu, što bi povećalo interesovanje mogućih finansijera, i dovelo do smanjenja kamatnih stopa. Takođe, ovim postupkom došlo bi i do smanjenja kamatnih stopa na postojeće obveznice.

U narednom periodu, Ministarstvo finansija će razmotriti sve opcije koje se odnose na buduće zaduživanje. U pogledu izdavanja obveznica, upućeni su predlozi za dostavljanje ponuda svim velim bankama, i na osnovu tih ponuda razmotriće se dalje aktivnosti na realizaciji ovog postupka. Prema podacima kojim raspolaže Ministarstvo, kamate za

81000 Podgorica, ul. Stanka Dragojevića br. 2

tel: +382 20 242 835; fax: +382 20 224 450; e-mail: mf@mif.gov.me

novu emisju obveznica trebalo bi da budu niže od kamata na postojeće obveznice. U slučaju da se pomenuto smanjenje kamatnih stopa ostvari, predstavljaće jedan od način na koji bi se uticalo i na visinu i kretanje otplate obaveza.

Prilikom analize navedenih podataka, Ministarstvo je bilo u kontaktu sa najvećim finansijskim institucijama, Deutsche Bank, Bank of America Merrill Lynch, Citi Bank, Societe Generale, J.P. Morgan, Credit Suisse, VTB, HSBC, Unicredit. Od navedenih banaka dobijeno je pozitivno mišljenje u dijelu emisije obveznica posebno na američkom tržištu, što bi moglo da obezbijedi i eventualno niže kamatne stope. Navedena preporuka je data iz razloga što je tržište obveznica u US dolarima mnogo likvidnije i što postoji pretpostavka da će sredstva biti lakše obezbijediti. Naročito je ovo pitanje značajno ukoliko se uzme u vidu, pored obezbjeđivanja novih sredstava, i mogućnost refinansiranja postojećih obveznica zbog njene visine.

U tom dijelu, prema nekim analizama, kamatna stopa na obveznice bi se kretala između 6 - 6.5%. Značajan faktor u upravljanju dugom predstavlja će i period na koji će biti emitovane obveznice. Na američkom tržištu ta je preporuka da se radi na 5 ili 10 godina, dok evropsko tržište više preferira izdavanje na 5 godina. Nakon analize stanja tržišta, donijeće se odluka o daljim aktivnostima, što će zavisiti od informacija koje se povratno dobiju od strane partnera.

* * *

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 relativno 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, već i njegov nivo, ročnost, 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.

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.

ZAKLJUČAK:

S obzirom na značaj i ulogu javnog duga u crnogorskoj ekonomiji, dostignute limite i predstojeći period dospijeca obaveza u oblasti javnog duga Crne Gore, postoji prisustvo određenih rizika koji jasno upućuju na oprez u vođenju kako politike zaduživanja tako isto i ukupne fiskalne politike. Najavljena fiskalna strategija Vlade koja predviđa dalju konsolidaciju sa troškovne strane sa godišnjom uštedom od 1 procentnog poena BDP-a, može pozitivno djelovati na smanjenje ovih rizika. Prema pristupnom ekonomskom programu 2012-2015. godina, u osnovnom scenariju procjenjuje se da će javni dug bez garancija ostati na nivou od oko 52% BDP-a do 2015. Ova vrijednost može djelovati podsticajno na održivost politike i stabilnost sistema, s obzirom da će značajnije uticati na likvidnost sistema i oporavak agregatne tražnje jer u ovom scenariju ne bi bilo zahtijeva za snažnije povećanje oporezivanja privrednih subjekata.

Međutim, dešavanja u međunarodnom okruženju ne ukazuju na snažniji oporavak u 2013. godini. Stoga i kod analiza duga realno je očekivati produženje recesivnih uticaja krize i dalje prelivanje negativnih uticaja sa evropskog tržišta na privredni sektor Crne Gore. Potencijalno, dalje smanjenje prihoda bi moglo neutralisati troškovnu konsolidaciju, te je stoga mnogo realnije očekivati dalje povećanje duga. Oprimalno rešenje u ovoj situaciji bi bilo da se tekuće zaduženje reprogramira po nižoj cijeni i sa dužim vremenskim periodom (najmanje 7 godina) kako bi se kreirao manji pritisak servisiranja dosjelih obaveza, a ujedno bi se otvorio prostor za minimalno povećanje tekućeg nivoa duga. Sa takvim indikatorima nivoa i otplate duga bi se obezbijedila veća stabilnost i djelimično zadržao pozitivni ambijent za pokretanja dinamičnijeg oporavka u narednom periodu.

Scenario nižeg rasta i produžetak uticaja krize tempom koji postoji u 2011. i 2012. godini, sa deficitom od 5,4% i 4,9%, na godišnjem nivou, praćen sličnom dinamikom rasta novog zaduživanja države i scenarijom realnog rasta od 1-2% procenata u posmatranom periodu (umjesto 2-3,5%) a bez odgovora politike, javni dug bi se povećao na oko 57% BDP-a u odnosu na osnovu. Ovako značajan rizik sugerise da je za Vladu od ključnog značaja da aktualizuje svoje planove za srednjoročnu konsolidaciju.

Međutim čak i uz opreznu fiskalnu politiku i državni dug na održivom nivou, makroekonomska stabilnost i dinamičan rast ne mogu biti osigurani bez oporavka privredne djelatnosti. Jedino sa povećanjem realnog rasta u dužem roku potencijalni teret duga je lakše održiv. Budući da je BDP imenitelj visine zaduženosti, pokazatelj automatski raste ako BDP opada. Ovo pretstavlja tzv. „zamku zaduženosti“ gdje stanje duga postaje tok duga. Fiskalne mjere usmjerene na održivost duga su neophodne ali isto tako je neophodno i paralelno kreiranje podsticajnog ambijenta za povećanje BDPa.

Jedino u takvom poslovnom ambijentu se kreira održiva politika u dugom roku, a zemlja se ne izlaže opasnosti dužničke krize.

Prilog 1: 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, strukturalna 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.

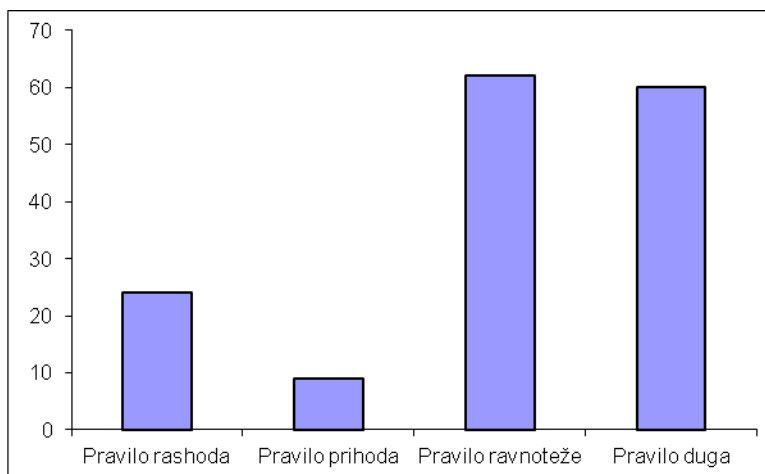
Fiskalna pravila se odavno koriste⁹. Sredinom XVIII vijeka pravila su uspostavljana kako bi se izbjegao visok fiskalni deficit. Nakon II Svjetskog rata, Njemačka, Italija, Japan i Holandija su u stabilizacione programe uvele pravilo budžetske ravnoteže za centralnu ili opštu vladu. Kasnije, visok javni 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 pravilima¹⁰.

⁹ Izvor: IMF, Fiscal Affairs Department: „Fiscal Rules—Anchoring Expectations for Sustainable Public Finances“, Decembar 2009.

¹⁰ Izvor: Isto.

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.

U većini slučajeva, fiskalna pravila su uvedena 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.

Četiri komponente fiskalnih pravila koje obezbjeđuju njihovu efikasnost su:

- Nedvosmisljena 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 i
- Sankcije za njihovo kršenje.

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

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:

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.

U Španiji su tokom 2011. godine izvršene dvije reforme u cilju regulisanja potrošnje i deficit. Strukturni deficit ne smije preći granice koje propisuje EU. Granica strukturnog deficita biće regulisana Ustavom i Zakonom. Granica strukturnog deficita u **Španiji** je 0,4% BDP-a sa primjenom od 2020. godine.

U **Slovačkoj**¹¹, 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 procentnih poena u 2027. godini¹² (tj. granica od 50% će se smanjiti na 40% BDP-a, granica od 53% na 43% BDP-a, itd.).

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.

¹¹ Arsić M, Pejić M: "Nova fiskalna pravila za unapređenje kontrole javnog duga u EU", Kvartalni monitor br. 27, 2011.

¹² Granica od 50% će se smanjiti na 40% BDP-a, granica od 53% na 43% BDP-a i sl.

U **Poljskoj**¹³, 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*¹⁴ 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,

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,

¹³ Arsić M, Pejić M: "Nova fiskalna pravila za unapređenje kontrole javnog duga u EU", Kvartalni monitor br. 27, 2011.

¹⁴ „Sl. glasnik RS“ br. 73/10.

- 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.

Međutim, bez jasno definisanih sankcija i jasno izgrađenih mehanizama prilagođavanja, fiskalna pravila ne znače mnogo. Ovo potvrđuje i činjenica da je javni dug Srbije na kraju 2012. godine dostigao nivo od blizu 60%, dok je budžetski deficit u 2012. godini iznosio oko 5,8%.

U Hrvatskoj je donešen *Zakon o fiskalnoj odgovornosti*¹⁵ 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 procentni poen,
- Smanjenje ukupnih rashoda opšteg budžeta sprovodi se do trenutka kada će primarni fiskalni saldo opšteg budžeta u nominalnom iznosu biti jednak nuli ili pozitivan,
- 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.

¹⁵ „Narodne novine“, br. 139/10.

U **Bosni i Hercegovini** je donešen *Zakon o dugu, zaduživanju i garancijama u Federaciji Bosne i Hercegovine*¹⁶ 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 dospijevaju 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 dospijevaju 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 dospijeva 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.

¹⁶ „Službene novine FBiH”, br. 86/07, 24/09 i 45/10.

Prilog 2: Institucionalni okvir državnog duga u Crnoj Gori

Zaduživanje države definisano je **Zakonom o budžetu**¹⁷ 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).

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**¹⁸. 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.

Zakonom o kontroli državne pomoći¹⁹ (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.

¹⁷ "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.

¹⁸ "Sl. list Crne Gore", br. 80/08, 02/09, 45/10, 15/11.

¹⁹ "Sl. list Crne Gore", br. 74/09.

Prilog 3. Slike preuzete iz studije „Rast u vrijeme duga“ (Growth in a Time of Debt),
 Carmen M. Reinhart i Kenneth S. Rogoff, NBER Working Paper No. 15639, Januar 2010

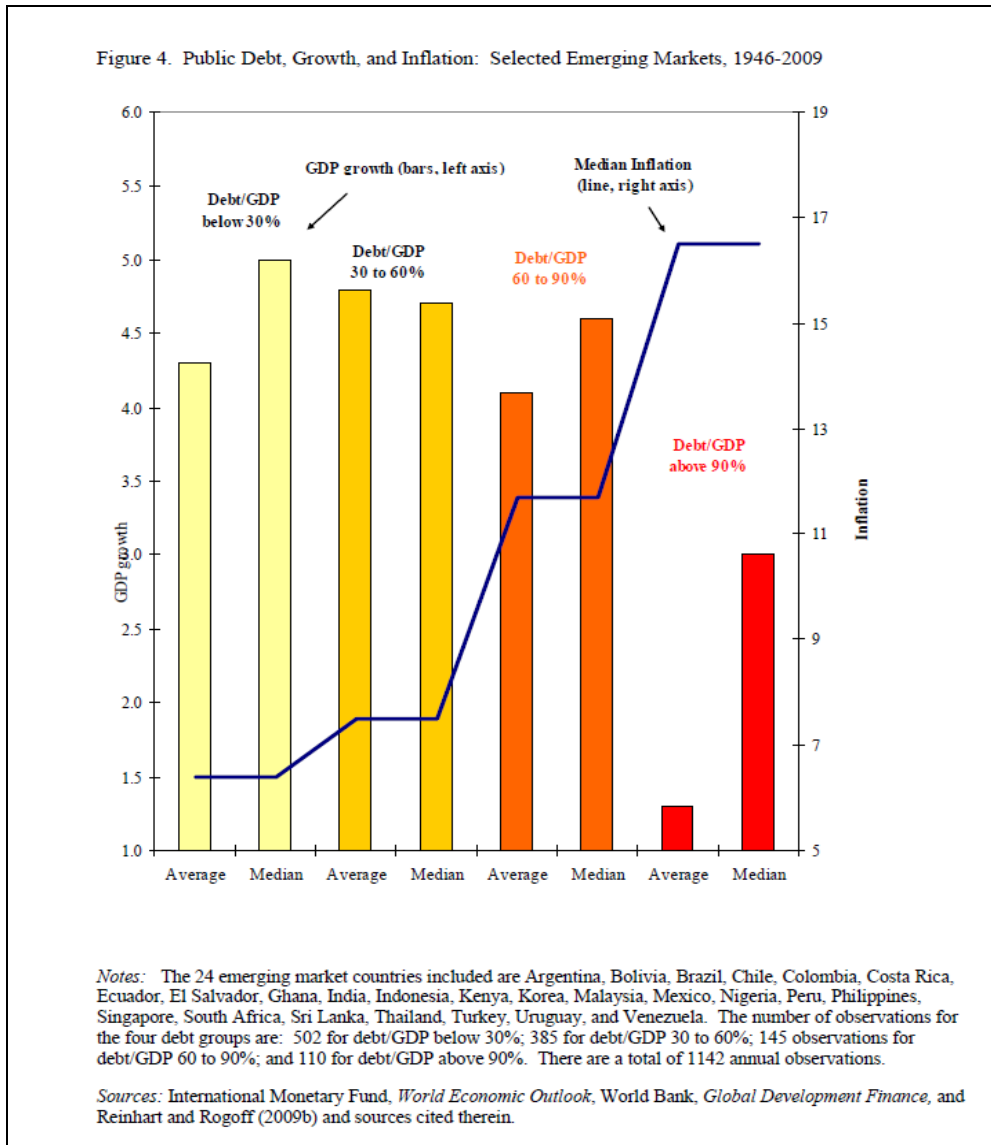
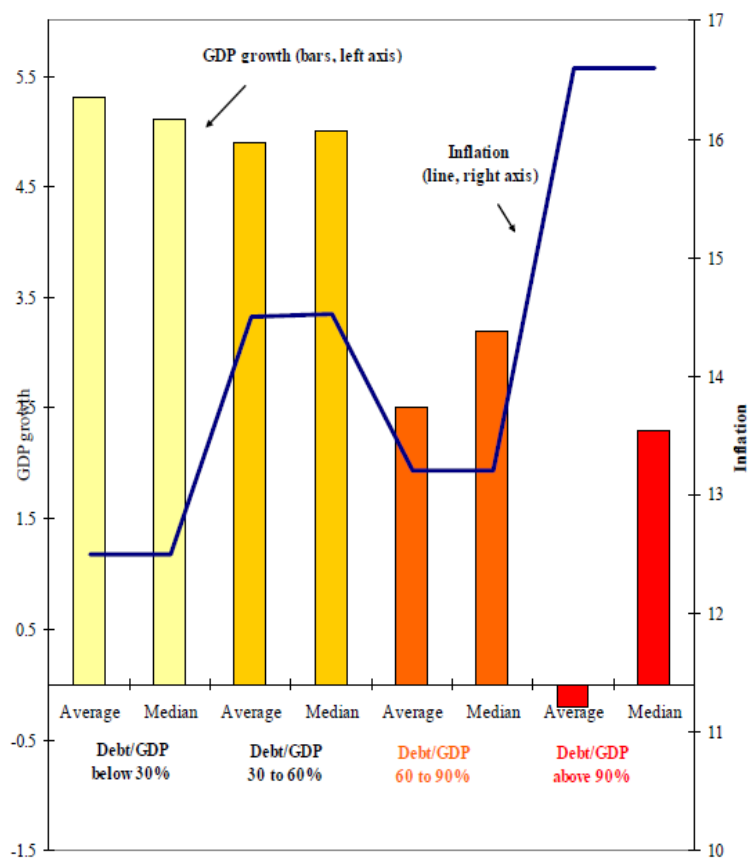


Figure 5. External Debt, Growth, and Inflation: Selected Emerging Markets, 1970-2009



Notes: External debt includes public and private debts. The 20 emerging market countries included are Argentina, Bolivia, Brazil, Chile, China, Colombia, Egypt, India, Indonesia, Korea, Malaysia, Mexico, Nigeria, Peru, Philippines, South Africa, Thailand, Turkey, Uruguay, and Venezuela. The number of observations for the four debt groups are: 252 for debt/GDP below 30%; 309 for debt/GDP 30 to 60%; 120 observations for debt/GDP 60 to 90%; and 74 for debt/GDP above 90%. There is a total of 755 annual observations.

Sources: International Monetary Fund, *World Economic Outlook*, World Bank, *Global Development Finance*, and Reinhart and Rogoff (2009b) and sources cited therein.