



CRNA GORA
MINISTARSTVO FINANSIJA

**Srednjoročna strategija
upravljanja dugom**
2018-2020

Mart 2018. godine

Sadržaj

I.	Smjernice upravljanja dugom za period 2018-2020	4
II.	Uvod	5
III.	Ciljevi i obuhvat	6
IV.	Makroekonomska i fiskalna kretanja	6
	Stabilnost finansijskog sistema	9
V.	Postojeće stanje duga	10
	Spoljni dug	11
	Domaći dug	12
	Državni zapisi	12
	Lokalna samouprava	13
	Državne garancije	13
	Struktura zaduživanja	14
	Troškovi i rizici postojećeg duga	16
	Valutna struktura duga	17
	Kamatna struktura duga	18
VI.	Projekcije kretanja duga i analiza rizika za period 2018-2020. godine	19
	Osnovni scenario i strategija kretanja državnog duga u periodu 2018-2020. godine	19
	Prilagođena kvantitativna analiza alternativnih strategija	21
	Analize troškova i rizika u okviru alternativnih strategija	23
	Izbor strategije	24
	Makro rizici Strategije	26
	Niži ekonomski rast	26
VII.	Institucionalni aranžmani i pitanja implementacije	27
VIII.	Odnosi sa investitorima i informacije na tržištu	28

Sadržaj tabela:

Tabela 1 Pregled smjernica, akcija i ciljeva	4
Tabela 2 Pregled ključnih mjera fiskalne konsolidacije i strukturnih reformi.....	7
Tabela 3 Fiskalni indikatori za 2016. godinu i projekcije za period 2017-2020	8
Tabela 4 Makroekonomski indikatori u periodu 2014-2016 i projekcije u periodu 2017-2020	8
Tabela 5 Kretanje duga u periodu 2014-2017, u mil. eura	11
Tabela 6 Najveće obaveze za spoljni dug, na kraju 2017. godine	11
Tabela 7 Najveće obaveze za domaći dug, na kraju 2017. godine.....	12
Tabela 8 Kretanje garancija u periodu 2014-2017, u mil. eura.....	13
Tabela 9 Pregled domaćih i ino obveznica iz 2014, 2015. i 2016. godine	15
Tabela 10 Pregled infrastrukturnih projekata, 2014-2017, u mil. eura	15
Tabela 11 Indikatori troškova i rizika državnog duga na kraju 2017. godine	16
Tabela 12 Stanje duga u stranim valutama.....	18
Tabela 13 Prosječne kamatne stope državnog duga, u periodu 2014-2016. godine	19
Tabela 14 Kretanje državnog duga u periodu 2017-2020. godine, u mil. eura	20
Tabela 15 Indikatori rizika za alternativne strategije	23
Tabela 16 Trošak po osnovu kamata u % BDP-a, na kraju 2020. godine, u okviru 4 različita scenarija.....	24
Tabela 17 Kretanje duga u periodu 2017-2020 u slučaju scenarija nižeg rasta, u mil. eura	26
Tabela 18 Indikatori rizika za izabranu strategiju u slučaju nižeg ekonomskog rasta	27

Sadržaj grafika:

Grafik 1 Kretanje potrošnje domaćinstava, investicija i uvoza kao % BDP	9
Grafik 2 Kretanje depozita pravnih i fizičkih lica, plasiranje kredita i obavezne rezerve banaka, u periodu 2010-2016, u mil. eura	10
Grafik 3 Učešće instrumenata u ukupnom spolnjem dugu na kraju 2017. godine.....	11
Grafik 4 Kretanje duga pravnih lica i privrednih društava u periodu 2014-2017	12
Grafik 5 Stanje duga po osnovu garancija kao dio BDP-a, u periodu 2014-2017	14
Grafik 6 Profil otplate postojećeg ukupnog duga na kraju 2017. godine, u mil. eura	17
Grafik 7 Valutna struktura državnog duga na kraju 2017. godine	17
Grafik 8 Struktura državnog duga prema vrsti kamatne stope, učešće u %.....	18
Grafik 9 Kretanje javnog duga u periodu 2017-2020. godine.....	21
Grafik 10 Trošak kamate u % BDP-a na kraju 2020. godine.....	24
Grafik 11 Profil otplate državnog duga iz 2020. godine za Strategiju 3, u mil. eura	25
Grafik 12 Kretanje javnog duga, u periodu 2017-2020. godine	26

Box:

Box 1 Kreditni aranžman sa kineskom Exim Bankom za projekat „projektovanje i izgradnja autoputa Bar-Boljare, dionica Smokovac-Uvač-Mateševo“	14
Box 2 Kretanje javnog duga u Osnovnom scenariju, 2017-2020. godine	21
Box 3 Kretanje javnog duga u Scenariju nižeg ekonomskog rasta, 2017-2020	26

I. Smjernice upravljanja dugom za period 2018-2020

Strateške odluke sadržane u ovoj Srednjoročnoj strategiji upravljanja dugom (Strategija), rezultat su razmatranja postojećeg stanja, analize budućih aktivnosti i ciljeva upravljanja dugom. Strateške odluke imaju oblik smjernica i odražavaju željeni balans između očekivanih troškova i eventualnih rizika u implementaciji Strategije.

Fokus Strategije je smanjenje rizika, naročito rizika refinansiranja, u srednjem roku. Rizik refinansiranja postavljen je kao najvažniji indikator, i ima prednost u odnosu na ostale indikatore rizika portfolija duga (prosječno vrijeme dospelja, prosječno vrijeme refiksiranja, rizik kamatnih stopa, i rizik deviznog kursa).

Smjernice na kojima se zasniva Strategija i Godišnji plan finansiranja, su sljedeći:

- ❖ Ujednačavanje otplate duga po godinama i produžavanje ročnosti komercijalnog duga;
- ❖ Smanjenje rizika kroz upravljanje valutnim rizikom i rizikom kamatnih stopa;
- ❖ Postepeni razvoj domaćeg tržišta državnih hartija od vrijednosti;
- ❖ Minimiziranje troškova zaduživanja, uzimajući u obzir i prethodno pomenute prioritete.

Smjernice su pretočene u aktivnosti. Tamo gdje to mogućnosti dozvoljavaju, ciljevi su predstavljeni u formi konkretnih mjera ili pravaca, koji su prikazani u Tabeli 1 u nastavku. Obrazloženje i razlozi koji stoje u osnovi ovih smjernica su analizirani u Odjeljku VI.

Tabela 1 Pregled smjernica, akcija i ciljeva

Smjernice	Ciljevi/Akcije
Ujednačavanje otplate duga, po godinama, i produžavanje ročnosti komercijalnog duga	Poboljšanje otplate duga: ❖ <i>Jednaka raspodjela godišnjih otplata duga</i> ❖ <i>Prosječno vrijeme do dospelja komercijalnog duga (kredit kod komercijalnih banaka i obveznice): ne manje od 4 godine, sa ciljem postizanja prosječne ročnosti od oko 5 godina u srednjem roku;</i> ❖ <i>Ograničen iznos kratkoročnog zaduženja do 30% ukupnog duga</i>
Upravljanje valutnim rizikom i rizikom kamatnih stopa	Ograničen tržišni rizik, kako slijedi: ❖ <i>Izloženost ukupnog duga u stranim valutama: ne više od 30% od ukupnog spoljnog duga</i> ❖ <i>Izloženost ukupnog duga varijabilnoj kamatnoj stopi: ne više od 50% ukupnog duga</i>
Razvoj domaćeg tržišta državnih hartija od vrijednosti	Unapređenje mehanizama za utvrđivanje cijena na domaćem tržištu, kao i poboljšanje pristupa domaćim i međunarodnim kreditorima: ❖ <i>Uspostavljanje stabilne tržišne strukture koja nudi transparentan mahanizam za utvrđivanje cijena za aktivnosti na primarnom tržištu i podrška razvoju likvidnijeg sekundarnog tržišta državnih hartija od vrijednosti</i> ❖ <i>Obezbijediti predvidljivost domaćeg programa emisije kako bi se unaprijedilo planiranje za investitore</i>
Minimiziranje troškova zaduživanja komercijalnog duga	❖ <i>Unaprijeđenje transparentnosti, odnosa sa zainteresovanim stranama i prikupljanja informacija o tržištu</i> ❖ <i>Proširenje baze investitora po osnovu geografskog obuhvata, vrste i veličine</i>

II. Uvod

Cilj Srednjoročne strategije upravljanja dugom je da definiše set mjera za upravljanje troškovima i rizicima portfolija duga tokom perioda 2018-2020. godine, uzevši u obzir postojeće makroekonomske prilike, strukturu postojećeg duga i raspoložive instrumente duga koji se mogu u datim uslovima iskoristiti. U tom smislu, naš cilj je da se javnosti, i sadašnjim i budućim investitorima, prikaže realna slika finansijske situacije, kao i investicione prilike u zemlji, kako bi se nastavilo sa privlačenjem zdravih i kvalitetnih investicija.

Zakonodavni okvir za upravljanje javnim dugom definisan je donošenjem Zakona o budžetu i fiskalnoj odgovornosti (Službeni list Crne Gore br. 20/14, 56/14 i 70/17), kojim su propisani postojeća visina i načini zaduživanja. Prema Zakonu o budžetu i fiskalnoj odgovornosti, 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 i korektivne mjere koje bi stabilizovale javne finansije.

Zakonom o finansiranju lokalne samouprave (Službeni list Crne Gore br. 30/17) 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) može ostvariti samo uz saglasnost Vlade.

Javni dug je porastao u poslednjih nekoliko godina, prije svega kao rezultat implementacije brojnih infrastukturnih projekata, kao što je dionica auto-puta Bar-Boljare, i fiskalnog deficita prethodnih godina. Javni dug Crne Gore u 2017. godini dostigao je nivo od 65,1 % BDP-a. Istovremeno, prognoze ukazuju na porast javnog duga naredne godine i dostizanje maksimalnog iznosa od 70,5% BDP-a u 2018. godini, dok se očekuje da će nakon toga krenuti silaznom putanjom, i na kraju 2020. godine iznositi 59,3% BDP-a.

Rizik refinansiranja se smatra ključnim rizikom portfolija duga i odnosi se na dospijeće euroobveznica u 2019, 2020. i 2021. godini, a odgovor na ovaj izazov predstavlja vitalni dio Strategije.

Održivi nivoi duga, iznad minimuma propisanog kriterijumima iz Mاستrihta (maksimalno 60% BDP-a) zahtijevaju sistematske i odlučujuće mjere, kako bi se kretanje duga preusmjerilo sa uzlazne na silaznu putanju. U junu 2017. godine, Vlada je donijela Fiskalnu strategiju Crne Gore 2017-2020, u kojoj je definisala set kombinovanih mjera na prihodnoj i rashodnoj strani potrošnje, u cilju fiskalne konsolidacije i smanjenja javnog duga. Rezultati Fiskalne strategije su već vidljivi. Uz prudentno upravljanje dugom, očekivani rast ekonomije i poboljšanje prihoda od turizma, namjera je da se dostigne niži nivo javnog duga u narednim godinama.¹

Brojni povoljni faktori nastavljaju da unapređuju ekonomski izgled i investicione prilike u Crnoj Gori. To podrazumjeva implementaciju Fiskalne strategije, napredak postignut u oblasti

¹ Vidjeti Odjeljak IV.

pregovora o pristupanju Crne Gore EU i članstvo Crne Gore u NATO, koje je na snazi od juna 2017. godine. Potvrda o postignutim rezultatima, i budućim izgledima, prikazana je u kvalitativnim ocjenama kreditnih rejting agencija Moody's i Standard & Poors, koje su unaprijedile izgled kreditnog rejtinga Crne Gore sa negativnog u stabilan, u septembru/oktobru 2017. godine. U svom izvještaju, krajem septembra 2017. godine, kreditna rejting agencija Moody's je potvrdila ocjenu rejtinga B1 za Crnu Goru, uz značajnu izmjenu outlook-a sa pozicije „negativan“ u „stabilan“. Takođe, agencija Standard&Poors objavila je u oktobru 2017. godine novi Izvještaj za Crnu Goru kojim je promijenila izgled rejtinga naše zemlje iz „negativnog“ u „stabilan“, uz očuvanje ocjene B+/B.

III. Ciljevi i obuhvat

Obezbjedenje sredstava za finansiranje budžeta Države i njenih razvojnih poduhvata predstavlja stalni prioritet Ministarstva finansija. Nizak ekonomski rast može uticati na prikupljanje prihoda, kada je zaduživanje kao opcija neophodno radi finansiranja javne potrošnje i refinansiranje dospjelog duga, dok zaduživanje može biti takođe potrebno i u uslovima kada je ekonomija u ekspanziji kako bi se finansirale visokokvalitetne javne investicije.

U skladu sa opšte prihvaćenim ciljevima upravljanja javnim dugom, svrha Strategije je smanjiti troškove finansiranja javnog duga uz razuman nivo rizika, sa posebnom pažnjom na rizik refinansiranja postojećeg portfolija duga.

Oblast upravljanja javnim dugom, 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), i kao dio domaćeg duga, državne hartije od vrijednosti u obliku trezorskih zapisa i domaćih obveznica, kao i komercijene zajmove kod lokalnih finansijskih institucija.²

Iako obaveze po osnovu zajmova pravnih lica i privrednih društava, obaveze po osnovu zaostalih penzija, kao i dug lokalne samouprave, predstavljaju sastavni dio javnog duga (pogledati odjeljak V za opis stanja duga), ove kategorije su isključene iz definicije duga, i time nisu ušle u analizu ove Strategije.

IV. Makroekonomska i fiskalna kretanja

Makroekonomske prilike u Crnoj Gori u periodu 2014-2016. godine, karakterisao je rast realnog BDP-a po prosječnoj stopi od 2,7%. Tokom istog perioda, inflacija je pokazivala stabilno kretanje po prosječnoj stopi od 0,2% godišnje. S druge strane fiskalna situacija je bila manje povoljna sa pritiscima koje su uzrokovani budžetski deficit od 135,0 mil. eura ili 3,4 % BDP-a u 2016. godini, kao i visina javnog duga koja je u 2016. godini dostigla nivo od 64,4% BDP-a. Ova situacija zahtijevala je u preduzimanje opsežnih mjera u cilju održavanja makroekonomske stabilnosti, posebno konsolidaciju javnih finansija i povećanje stabilnosti finansijskog sektora. U tom smislu, Vlada Crne Gore je 2016. godine, kao prilog Zakonu o budžetu za 2017. godinu, donijela Mjere za sanaciju budžetskog deficita i javnog duga za

² Državni dug, takođe, obuhvata i naslijeđene dugove po osnovu stare devizne štednje i obaveze po osnovu restitucije.

period 2017- 2020 (tzv. Plan sanacije) kojim su propisane mjere usmjerene na povećanje fiskalnih prihoda uz smanjenje troškova. Paket konsolidacionih mjera, između ostalog, uključivao je:

- ❖ Povećanje akciza na fosilna goriva i derivate (povećanje prihodi za 32 mil. eura);
- ❖ Jačanje fiskalne discipline (povećanje prihoda za 15 mil. eura);
- ❖ Smanjenje naknada za majke sa troje ili više djece i druga socijalna davanja (smanjenje rashoda za 17 mil. eura),
- ❖ Smanjenje kapitalnih izdataka (smanjenje kapitalnih izdataka za €10 mil. eura).

Procijenjeno je da ove mjere treba da doprinesu konsolidaciji javnih finansija u vrijednosti od 126,9 mil. eura, odnosno oko 3,2% BDP-a.

U skladu sa Fiskalnom strategijom Crne Gore 2017-2020, definisan je sveobuhvatan skup kratkoročnih i srednjoročnih mjera fiskalne konsolidacije i strukturnih reformi čiji je cilj da očekivani budžetski deficit od 5% za 2017. godinu pređe u zonu suficita od 4,5% u 2020. godini. Predviđeno je smanjenje javnog duga na 67% BDP-a u 2020. godini, nakon što dostigne svoj maksimum od 74,6% BDP-a u 2018. godini, dok je krajnji cilj Crne Gore da ispuni kriterijume Mastroihta i svede dug na 60% BDP-a.

Tabela 2 Pregled ključnih mjera fiskalne konsolidacije i strukturnih reformi

Mjere fiskalne konsolidacije	Strukturne reforme
❖ Povećanje akciza na cigarete od 1-Avg-2017 ❖ Povećanje akciza na etil-alkohol od 1-Avg-2017 ❖ Povećanje stope PDV-a sa 19% na 21% od 1-Jan-2018 ❖ Povećanje akciza na gaziranu vodu sa dodatkom šećera od 1-Jan-18 ❖ Uvođenja akciza na ugalj od 2019. godine ❖ Smanjenje zarada za ABC za 6% od 1-Jul-2017 ❖ Smanjenje socijalnog davanja (između ostalog preispitivanje nadoknada za majke po odluci Ustavnog suda) ❖ Smanjenje diskrecione potrošnje ❖ Smanjenje fonda bruto zarada	❖ Reforma upravljanja javnim finansijama (planiranje i izvršenje budžeta, interna i eksterna revizija), ❖ Reforma javne administracije ❖ Reforma penzijskog sistema ❖ Reforma zdravstvenog sistema ❖ Reforma socijalne i dječije zaštite ❖ Reforma obrazovnog sistema ❖ Unapređenje finansijske stabilnosti (Zakon o sanaciji banaka, Novi Zakon o bankama) ❖ Unapređenje poslovne klime (novi Zakon o radu itd.)

U skladu sa Programom rada, Vlada je, u novembru 2017. godine, usvojila Projekcije makroekonomskih i fiskalnih pokazatelja za period 2017-2020. godine, sa ciljem dalje analize makroekonomske i finansijske situacije. Pomenute projekcije predstavljaju polaznu osnovu za pripremu budžeta za narednu godinu, kao i za izradu Programa ekonomskih reformi Crne Gore za period 2018-2020, koji je najvažniji dokument za ekonomski dijalog između Evropske unije i Crne Gore.³

³ http://www.gov.me/naslovna/Program_ekonomskih_reformi_Crne_Gore/

Tabela 3 Fiskalni indikatori za 2016. godinu i projekcije za period 2017-2020

	2016		2017 ⁴		2018 ⁵		2019		2020 ⁶	
	mil.eur	%BDP	mil.eur	%BDP	mil.eur	%BDP	mil.eur	%BDP	mil.eur	%BDP
<i>Prihodi</i>	1,487.0	37.6	1,565.9	37.0	1,765.3	40.1	1,770.0	38.7	1,822.9	38.5
<i>Rashodi</i>	1,622.0	41.0	1,803.6	42.6	1,904.4	43.3	1,813.3	39.7	1,615.9	34.2
<i>Tekuća budžetska potrošnja</i>	1,557.2	39.4	1,548.0	36.5	1,612.6	36.7	1,529.5	33.5	1,535.9	32.5
<i>Kapitalni budžet</i>	64.8	1.6	255.5	6.0	291.8	6.6	283.8	6.2	80.0	1.7
<i>Gotovinski deficit/suficit</i>	-135.0	-3.4	-237.6	-5.6	-139.2	-3.2	-43.3	-0.9	207.0	4.4
<i>Primarni deficit/suficit</i>	-40.7	-1.0	-138.9	-3.3	-53.7	-1.2	48.1	1.1	298.4	6.3
<i>Otplata duga</i>	533.1	13.5	358.6	8.5	181.7	4.1	529.3	11.6	759.5	16.1
<i>Bruto nedostajuća sredstva</i>	-655.4	-16.6	-596.2	-14.1	-320.9	-7.3	-572.6	-12.5	-552.5	-11.7

Izvor:MF

Prema projekcijama u narednom srednjeročnom periodu očekuje se povećanje prihoda budžeta sa jedne strane i smanjenje izdataka sa druge strane, kao rezultat implementacije mjera fiskalne konsolidacije i rasta ekonomske aktivnosti, što će dovesti do ostvarenja suficita budžeta u 2020. godini. Na taj način, doći će do fiskalnih ušteda, što će smanjiti potrebu za zaduživanjem, a samim tim i smanjiti nivo duga u posmatranom periodu.

Tabela 4 Makroekonomski indikatori u periodu 2014-2016 i projekcije u periodu 2017-2020 ⁷

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
<i>BDP-u mil.eura ⁸</i>	3,457.9	3,654.5	3,954.2	4,236.5	4,397.7	4,569.4	4,729.6
<i>Nominalni rast</i>	2.8	5.7	8.2	7.1	4.7	3.9	3.5
<i>Realni rast</i>	1.8	3.4	2.9	4.4	3.0	2.7	2.6
<i>Deflator</i>	1.0	2.2	5.1	2.7	1.6	1.1	0.9
<i>Potrošnja domaćinstava % BDP</i>	80.2	79.2	76.8	76.2	77.4	77.3	77.0
<i>Bruto Investicije u osnovna sredstva % BDP</i>	19.0	20.1	23.2	25.2	23.9	23.1	22.1
<i>Uvoz roba % BDP</i>	50.1	48.9	50.6	52.8	53.2	52.0	50.8
<i>Inflacija, prosjek %</i>	-0.7	1.5	0.3	2.4	2.6	1.9	1.5

Izvor:MF

⁴ Prema Izvještaju o primicima i izdacima budžeta, koji je objavljen u februaru 2018. godine.

⁵ Prema Zakonu o izmjenama Zakona o budžetu za 2018. godinu – mart 2018. godine

⁶ Prema Programu ekonomskih reformi za period 2018-2020. godine.

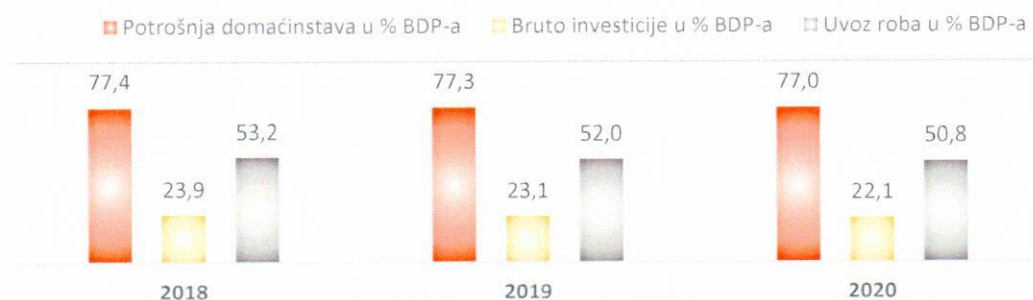
⁷ Monstat je objavio podatak o BDP-u za četvrti kvartal, a time i preliminarne podatke za 2017. godinu. Godišnja realna stopa rasta BDP-a je iznosila 4,4% što je u odnosu na procjenu Ministarstva finansija za 0,4 p.p više.

⁸ Prema Projekcijama makroekonomskih i fiskalnih pokazatelja za period 2017-2020. godine.

Nominalni BDP će u periodu 2017-2020. godine, rasti po prosječnoj stopi od oko 4,6% godišnje, dok se, u istom periodu, očekuje relativno značajan realni rast BDP-a, koji će iznositi 3% u 2018. godini, 2,7% u 2019. godini i 2,6% u 2020. godini, kao što se može vidjeti iz prethodnog tabelarnog prikaza. Predviđa se da će inflacija dostići svoj maksimum od 2,6% u 2018. godini, dok se, u 2020. godini, očekuje njen pad na nivo od 1,5%.

Kada govorimo o kretanju BDP-a, u periodu od 2017-2020. godine, može se zaključiti da su trendovi uslovljeni kretanjem potrošnje stanovništva, bruto investicijama, finalnom potrošnjom države, kao i izvozom roba i usluga⁹, pri čemu, će glavni pokretač rasta, i u narednom periodu, biti potrošnja domaćinstava koja je u prosjeku na nivou od 77,23% BDP-a.

Grafik 1 Kretanje potrošnje domaćinstava, investicija i uvoza kao % BDP



Izvor: MF

Takođe, potrošnja domaćinstava će biti pod uticajem povećanja zarada i broja zaposlenih, što će biti rezultat porasta tražnje po osnovu realizacije investicionih aktivnosti i povećanja prihoda od turizma i građevinarstva. Tokom perioda 2017–2020. godine, zaposlenost će se postepeno povećavati usled porasta ekonomske aktivnosti, dok se očekuje da će nominalne zarade prosječno rasti po stopi od 1,4% godišnje.

Potrošnja države će, takođe, biti pod uticajem realizacije mjera fiskalne konsolidacije, što podrazumijeva kontrolisano trošenje iz tekućeg budžeta, a što će kao efekat imati smanjenje finalne potrošnje države po prosječnoj realnoj stopi od 1,1%.

Stabilnost finansijskog sistema ¹⁰

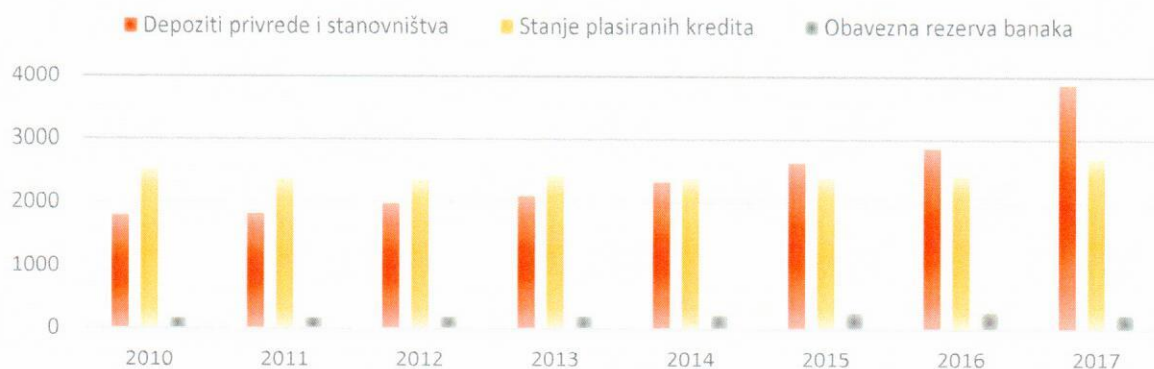
Prema podacima Centralne banke Crne Gore, bankarski sistem u Crnoj Gori, tokom 2017. godine nastavlja sa rastom, kako u dijelu depozita, tako i dijelu opšte likvidnosti, kao ključnih faktora promjena u bilansu stanja. Rast bilansne sume je na godišnjem nivou iznosio 391,9 mil. eura ili 10,3%. Trend rasta depozita nastavljen je i tokom 2017. godine. Tako su ukupni depoziti iznosili 3,27mlrd. eura, na kraju 2017. godine, od čega se na depozite građana odnosilo oko 1,70 mlrd. eura, nefinansijske institucije 1,31 mlrd. eura, opšti nivo države 159,00 mil. eura, finansijske institucije 41,50 mil. eura i NVO i druge neprofitne organizacije i kategorije "ostalo" oko 55,20 mil. eura.

⁹ Očekuje se prosječan rast izvoza roba i usluga po stopi od 2,1%, najvećim dijelom usled rasta prihoda od usluga (turizam).

¹⁰ Prema podacima Centralne banke Crne Gore.

Ukupna obavezna rezerva za 15 banaka koje posluju u Crnoj Gori, na kraju 2017. godine, iznosila je 233,6 mil. eura, dok je u istom periodu stanje plasiranih kredita iznosilo oko 2,7 mlrd. eura. U sklopu plasiranih sredstava, na keš kredite odnosilo se 22,2%, likvidnost 17,7%, stambene kredite 12,3%, refinansiranje 6,2%, nabavku osnovnih sredstava 5,6%, izgradnju i adaptaciju građevinskih objekata 3,8%, overdraft 3,3% i na ostala sredstva 29,0%.

Grafik 2 Kretanje depozita pravnih i fizičkih lica, plasiranje kredita i obavezne rezerve banaka, u periodu 2010-2016, u mil. eura



Izvor: CBCG

U 2017. godini, nastavljen je rast likvidnosti banaka. Prema podacima Centralne banke Crne Gore, likvidna aktiva je iznosila 1.1 mlrd. eura na kraju 2017. godine i bilježi rast od 13,9% na godišnjem nivou. Učešće likvidne aktive u ukupnoj aktivi je iznosilo 25,3% na kraju 2017. godine, i na godišnjem nivou bilježi rast od 0,8 procentnih poena. Uzimajući u obzir priliv depozita i sporiji rast ukupnih kredita, i privreda i stanovništvo su, na kraju 2017. godine, bili neto kreditori bankarskog sektora. Odnos kredita i depozita bilježi dugogodišnji pad i ostaje ispod 100% još od 2015. godine.

V. Postojeće stanje 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.

Javni dug Crne Gore sastoji se od državnog duga i duga lokalne samouprave. Državni dug se dalje dijeli na spoljnji i domaći dug. U Tabeli 5 je prikazno stanje duga Crne Gore, u apsolutnom iznosu, kao i u odnosu na BDP.

U periodu od 2014. do 2017. godine, javni dug je uvećan sa 59,9% BDP-a na 65,1% BDP-a.

Tabela 5 Kretanje duga u periodu 2014-2017, u mil. eura

	2014	2015	2016	2017
Domaći dug	381.2	320.3	400.2	413.9
Spoljni dug	1,561.7	1,956.4	2,002.8	2,213.9
Državni dug	1,942.9	2.276,7	2.403,0	2,627.9
Dug lokalne samouprave	128.8	142.2	143.1	130.9
Javni dug	2,071.7	2,418.9	2,546.1	2,758.8
Javni dug/BDP	59.9%	66.2%	64.4%	65.1%

Izvor: MF

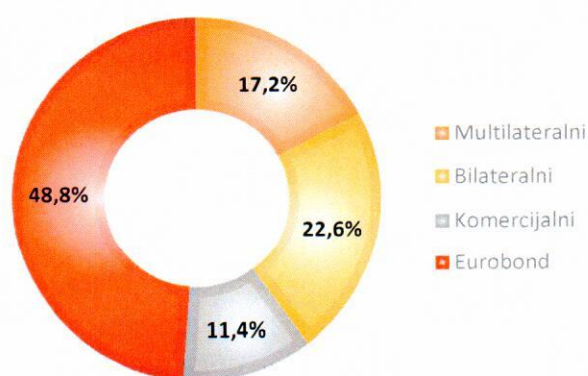
U istom periodu, depoziti Ministarstva finansija, koje čine depoziti u novcu i zlatu, su se kretali od 49,5 mil. eura u 2014. godini, zatim 57,25 mil. eura u 2015. godini, i u 2016. godini su iznosili 47,36 mil. eura. Na kraju 2017. godine, stanje depozita je uvećano na 70,90 mil. eura, što je prvenstveno izazvano redovnim povećanjem gotovinskih depozita.

U nastavku, detaljnije je predstavljen sadašnji portfolio državnog duga.

Spoljni dug

Spoljni dug čini većinu portfolija državnog duga, što je oko 84% ukupnog duga (ili 2.213,9 mil. eura). Na grafiku 3 prikazana je struktura spoljnog duga. Ona se sastoji od duga po osnovu tri Eurobonda koja dospjevaju 2019, 2020. i 2021. godine, multilateralnih kredita od međunarodnih institucija, bilateralnih kredita, kao i komercijalnih kredita.

Grafik 3 Učešće instrumenata u ukupnom spoljnjem dugu na kraju 2017. godine



Najveće obaveze po osnovu spoljnog duga čine evroobveznice sa učešćem od 48,8%, što iznosi oko 1.080,0 mil. eura (Tabela 6). Sledeće najveće obaveze za spoljni dug čine krediti koji su iskorišteni za finansiranje infrastrukturne potrošnje.

Tabela 6 Najveće obaveze za spoljni dug, na kraju 2017. godine

	u mil. eura
EUROBOND 2019-2021	1,080.0
Kineska Exim banka	337.4
Međunarodna banka za obnovu i razvoj (IBRD)	197.6
Credit Suisse banka	138.4
Evropska Investiciona banka	98.2

Izvor: MF

Domaći dug

Domaći dug najvećim dijelom čini dug po osnovu restitucije, domaćih obveznica "GB16", državnih (trezorskih) zapisa i kreditnih linija datih od strane komercijalnih banaka. U stanje domaćeg duga uključen je i dug pravnih lica i privrednih društava koja pretežno pružaju usluge od javnog interesa. Tabela 7 prikazuje najveće domaće obaveze prema rezidentima.

Tabela 7 Najveće obaveze za domaći dug, na kraju 2017. godine

	u mil. eura
Kreditne linije kod poslovnih banaka	107.5
Obaveze po osnovu obeštećenja	87.8
Domaće obveznice GB16	80.4
Državni zapisi	77.5

Izvor: MF

Državni zapisi

Državni zapisi, u skladu sa propisima, služe za obezbjeđivanje sredstava za održavanje likvidnosti budžeta, nezavisno od granice godišnjeg porasta duga utvrđene godišnjim Zakonom o budžetu države, a u cilju blagovremenog plaćanja svih planiranih obaveza u tekućoj fiskalnoj godini.

Do početka 2017. godine, komercijalne banke su imale mogućnost da koriste svoje obavezne rezerve za kupovinu državnih zapisa. Međutim, CBCG je pomenutu mogućnost ukinula u prvom kvartalu 2017. godine, što je bio jedan od uslova za otvaranje pregovora o pristupanju EU, u Pregovaračkom poglavlju br. 17 Ekonomska i monetarna unija. Bez obzira na to, potražnja banaka za kupovinu državnih zapisa se održala, dok prinosi bilježe pad. Naime, tokom 2017. godine prosječne ponderisane kamatne stope na državne zapise su se kretale u rasponu od 2,4% do 0,2%, što pokazuje tendenciju pada, te stoga izdavanje državnih zapisa za upravljanje kratkoročnim potrebama likvidnosti, predstavljalo je povoljniji vid zaduživanja.

Dug pravnih lica i privrednih društava, dug lokalne samouprave i državne garancije

Pravna lica i privredna društva ¹¹

Grafik 4 Kretanje duga pravnih lica i privrednih društava u periodu 2014-2017



Ukupno stanje duga pravnih lica i privrednih društava, na dan 31.12.2017. godine, iznosilo je 39,13 mil. eura. Većinu duga pravnih lica i privrednih društava, čine investicioni krediti u iznosu od oko 37,87 mil. eura, koji su uzeti od strane Željezničkog prevoza Crne Gore za nabavku novih elektromotornih vozova i Željezničke infrastrukture Crne Gore za rekonstrukciju i unapređenje pruge.

¹¹ U skladu sa definicijom pravnih i privrednih društava iz Zakona o budžetu i fiskalnoj odgovornosti.

Lokalna samouprava

Konsolidovani dug opština iznosio je oko 166,9 mil. eura na kraju 2017. godine, prema podacima dostavljenim od strane opština i Ministarstva finansija, što je za oko 8,8 mil. eura manje nego na kraju 2016. godine. Konsolidovani dug opština izražen je kroz spoljni i domaći dug u Izvještaju o javnom dugu: kroz stanje državnog spoljnog duga uključen je dug opština za kreditne aranžmane koje je potpisala Vlada sa ino kreditorima, i proslijedila ih opštinama podkreditnim sporazumima, koji su na kraju 2017. godine iznosili 36,0 mil. eura (iznos povučenih, neotplaćenih sredstava); i kroz stanje duga lokalne samouprave, koje je na kraju 2017. godine iznosilo 130,9 mil. eura.¹²

Krajem 2015. godine, Ministarstvo finansija izdalo je garancije u ukupnom iznosu od 42,9 mil. eura lokalnoj samoupravi. Krediti za koje su izdate garancije, korišćeni su isključivo za realizaciju sanacionalnih planova pojedinih opština, koje su imale potrebu za finansijskom konsolidacijom. Manji dio od ovog iznosa, od 0,65 mil. eura iskorišćen je za investicione projekte. Kreditni aranžamni koji su iskorišćeni za realizaciju sanacionih planova se uredno servisiraju od strane opština.

Državne garancije

Stanje duga po osnovu ugovorenih garancija koje je Vlada izdala, kretalo se od 307,5 mil. eura (8,9% BDP-a) u 2014. godini, do 312,8 mil. eura (7,4% BDP-a) na kraju 2017. godine.

Uzimajući u obzir strukturu izdatih garancija, domaće garancije su uglavnom predstavljale podršku kompanijama za realizaciju određenih socijalnih aktivnosti, kao i podršku realizaciji sanacionih planova lokalnih samouprava. S druge strane, spoljne garancije su uglavnom u formi kredita za implementiranje raznih infrastrukturnih projekata, izgradnju brodova, i obezbjeđenje podrške razvoju malih i srednjih preduzeća odobrene bankarskom sektoru u Crnoj Gori. Osim toga, nekim preduzećima su izdate i spoljne garancije u cilju podrške za restrukturiranje i modernizaciju željeznice, aerodroma, i energetskog sistema.

Tabela 8 prikazuje stanje spoljnih i domaćih garancije za kreditne aranžmane u periodu od 2014-2017. godine. U 2016. godini, nijedna nova garancija nije izdata, dok je početkom 2017. godine, Vlada Crne Gore izdala garancije u ukupnom iznosu od 13,7 mil. eura. Od novih garancija, iznos od 7 mil. eura ugovoren je za Željezničku infrastrukturu Crne Gore, dok je iznos od 6,7 mil. eura ugovoren za Regionalni vodovod Crnogorsko primorje.

Tabela 8 Kretanje garancija u periodu 2014-2017, u mil. eura

		2014	2015	2016	2017
Ino garancije	Ugovoreni iznos	481.8	527.7	531.2	486.4
	Povučeni iznos sredstava	384.2	405.9	436.1	400.7
	Stanje duga	298.6	295.2	293.9	262.5
Domaće garancije	Ugovoreni iznos	12.7	58.7	58.7	65.5
	Povučeni iznos sredstava	11.8	47.9	58.1	60.9
	Stanje duga	8.9	44.9	51.0	50.3
Ukupno stanje državnih garancija		307.5	340.1	344.9	312.8

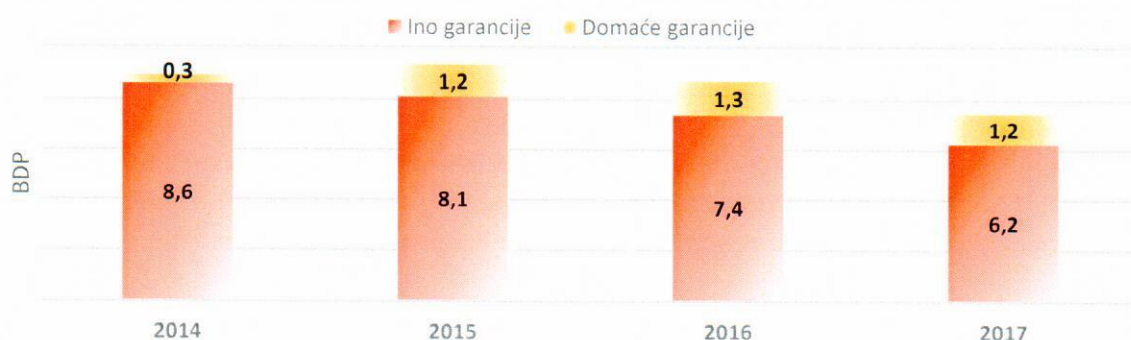
¹² Dug lokalne samouprave je sastavni dio Izvještaja o javnom dugu, koji se objavljuje jednom godišnje, na kraju prvog kvartala tekuće godine za prethodnu fiskalnu godinu.

Box 1 Kreditni aranžman sa kineskom Exim Bankom za projekat „projektovanje i izgradnja autoputa Bar-Boljare, dionica Smokovac-Uvač-Mateševo“

Vlada Crne Gore i kineska Exim banka potpisale su 30.10.2014. godine Ugovor o finansiranju autoputa Bar – Boljare (Smokovac-Mateševo), na iznos od 943.991.500,00 USD, koji je postao efektivan tokom 2015. godine. Na autoputu Bar Boljare je planirana gradnja 42 tunela i 92 mosta i vijadukta, dužine 41 km. Radovi na izgradnji autoputa Bar – Boljare zvanično su počeli 11.05.2015 godine. Izgradnja prioritetne dionice Smokovac – Uvač – Mateševo, trajaće četiri godine. Ukupno procijenjena vrijednost izgradnje dionice autoputa je oko 809,6 mil. eura, od čega je 85 % od ukupnog iznosa obezbijeđeno kroz zajam sa Bankom, dok je 15% obezbijeđeno iz državnog budžeta ili drugih izvora finansiranja. Kreditni aranžman je potpisan na 20 godina, sa 6 godina grejs perioda po kamatnoj stopi 2%. Takođe, na nepovučena sredstva kredita se plaća provizija u iznosu od 0,25%. Tokom 2015. godine angažovana su sredstva u iznosu od 188,8 mil. USD, dok je tokom 2016. godine došlo do kašnjenja u realizaciji radova, zbog čega je povučen iznos od 10,8 mil. USD. U 2017. godini angažovan je iznos sredstava od 205,6 mil. USD.

Stanje duga garancija kao dio BDP-a, poslednjih nekoliko godina pokazuje tendenciju pada (Grafik 5). Ovo je djelimično rezultat novonastale restriktivne politike Vlade Crne Gore o izdavanju garancija, pri čemu je prioritet na projektima od strateškog značaja.

Grafik 5 Stanje duga po osnovu garancija kao dio BDP-a, u periodu 2014-2017



Izvor: MF

Struktura zaduživanja

Povećanje državnog duga u prethodnom periodu uglavnom je uslijedilo zbog emitovanih euroobveznica u 2014, 2015. i 2016. godini, u ukupnom iznosu od 1.080,00 mil. eura. Takođe, dug je uvećan i zbog kreditnog aranžmana sa kineskom Exim bankom, za izgradnju prve dionice autoputa Bar-Boljare.

U periodu 2014-2016. godine, domaći dug je oscilirao. Nakon pada u 2015. godini, u 2016. godini, dug je uvećan kao rezultat emisije domaćih obveznica, u iznosu od 80,4 mil. eura.

Tabela 9 Pregled domaćih i ino obveznica iz 2014, 2015. i 2016. godine

Godina izdavanja obveznica	Godina dospijeca obveznice	Iznos emisije u mil. eura	Kamatna stopa	Tržište
2014	2018	43,15	5%	domaće
2014	2019	280	5.375%	inostrano
2015	2020	500	3.875%	inostrano
2016	2020	80,41	4%	domaće
2016	2021	300	5.75%	inostrano

Izvor: MF

Kada su u pitanju infrastrukturni projekti, u periodu 2014 – 2017. godine, zaključeni su kreditni aranžmani u iznosima 110 mil. eura, 48,8 mil. eura, 28,5 mil. eura i 88,9 mil. eura. Navedeni kreditni aranžmani su se odnosili za potrebe izgradnje i rekonstrukcije predškolskih ustanova, rehabilitacije puteva, energetske efikasnosti, upravljanja industrijskim otpadom, vodosnadbijevanja i odvođenja otpadnih voda, institucionalnog razvoja i jačanja poljoprivrede. Između ostalog, spoljni dug čine i kreditni aranžmani zaključeni za potrebe rekonstrukcije željezničke infrastrukture, zaštite životne sredine, nabavke medicinske opreme, administracije (reforma poreske administracije, upravljanje katastrom, trgovina i carina, finansiranje izvoza).

Tabela 10 Pregled infrastrukturnih projekata, 2014-2017, u mil. eura ¹³

Oblast	Ugovoreni iznos	Otkazana sredstva	Angažovani iznos do 31.12.2017.	Stanje duga na 31.12.2017.
Autoput	783.5	0	337.9	337.9
Saobraćaj (putevi i željeznice)	256.2	2.6	182.4	85.8
Vodnosnadbijevanje	225.2	0	85.4	49.0
Zaštita životne sredine	150.5	33.1	69.5	43.1
Energetska efikasnost	63.1	0.6	50.0	30.9
Administracija	45.8	0.5	45.3	20.1
Obrazovanje	40.9	0.1	33.3	21.4
Socijalna zaštita	45	17.2	17.8	16.9
Poljoprivreda	24.0	0.2	17.6	7.8
Zdravstvo	21.0	0.2	20.8	9.5
Ukupno	1,655.3	54.4	860.0	622.4

Izvor: MF

U prethodnom periodu, velika pažnja bila je posvećena investiranju u infrastrukturu, zdravstvo, školstvo, zaštitu životne sredine i poljoprivredu, kao investicije koje opredjeljuju ekonomski rast i zajednički proizvode efekte na čitav crnogorski ekonomski sistem. Adekvatnim izborom investicija omogućiće se i efikasnija upotreba javnih resursa. Takođe,

¹³ Prema kursu na dan 31.12.2017. godine.

Vlada Crne Gore ima za cilj povećanje investicija u infrastrukturu, naročito onih koje bi doprinjele razvoju turizma, kao razvojnoj grani crnogorske privrede.

Troškovi i rizici postojećeg duga

Prilikom izračunavanja troškova i rizika postojećeg duga korišten je ukupni spoljni dug, dok su u okviru domaćeg duga izuzeti dug pravnih lica i privrednih društava i dug zaostalih penzija¹⁴. Navedeno je iz razloga što troškovi otplate duga privrednih društava ne potpadaju u budžetske izdatke, dok u slučaju zaostalih penzija ne postoje izdaci po osnovu kamata. Takođe, izostavljen je i dug lokalne samouprave, kao dio ukupnog javnog duga, iz razloga što troškovi po osnovu otplate obaveza za kamate kreditnih aranžmana koje je zaključila jedinica lokalne samouprave, ne potpadaju u budžetske izdatke.

Struktura duga ima realnu ponderisanu prosječnu kamatnu stopu od 3.1% (Tabela 11). Ponderisana prosječna kamatna stopa spoljnog duga iznosi 3.3%, dok za domaći dug iznosi 2% i rezultat je niskih kamatnih stopa koje nose državni zapisi i komercijani krediti.

Tabela 11 Indikatori troškova i rizika državnog duga na kraju 2017. godine¹⁵

		Spoljni dug	Domaći dug	Ukupni dug
Trošak duga	Plaćanja po osnovu kamata u % BDP-a	1.7	0.2	1.9
	Prosječna ponderisana kamatna stopa (%) ¹⁶	3.3	2.0	3.1
Rizik refinansiranja	ATM ¹⁷ (godine)	4.5	5.2	4.6
	Dug koji dospijeva u 1 godini (% ukupnog duga)	4.4	17.1	6.2
	Dug koji dospijeva u 1 godini (% BDP-a)	2.3	1.5	3.8
Kamatni rizik	ATR ¹⁸ (godine)	3.4	5.0	3.6
	Refiksiranje duga u 1 godini (% ukupnog duga)	28.2	29.3	28.4
	Dug prema fiksnim kamatnim stopama (% ukupnog duga)	73.4	84.0	74.9
Valutni rizik	Dug u ne-eurskoj valuti (% ukupnog duga)			16.1

Izvor: MF

Prosječno vrijeme dospijeća (ATM) spoljnog duga iznosi 4.5 godina, dok je za domaći dug 5.2 godine, u najvećem dijelu zbog otplate restitucije, koja je projektovana do 2041. godine.

¹⁴ Na kraju 2017. godine, dug zaostalih penzija, iznosio je 1,9 mil. eura, dok je dug pravnih lica i privrednih društava iznosio 39,1 mil. eura.

¹⁵ Prema projekcijama stanja državnog duga na kraju 2017. godine, prema kursu na dan 31.12.2017. godine. Za projekciju korišten MTDS analitički model, koji ne uključuje stanje duga zaostalih penzija i duga pravnih lica i privrednih društava.

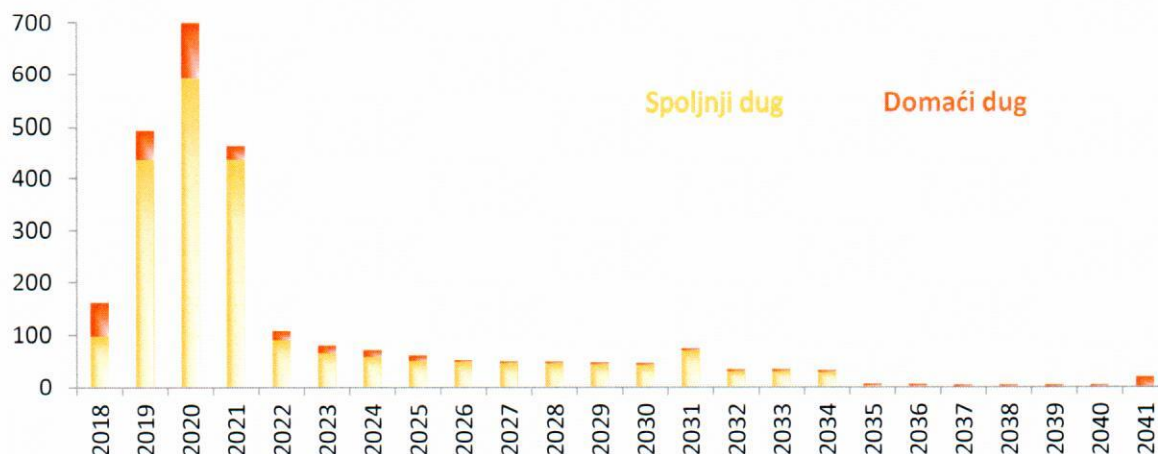
¹⁶ Prosječna kamatna stopa obračunata na stanje državnog duga, u koje nije uključen dug po osnovu zaostalih penzija, restitucije, devizne štednje i pravnih lica i privrednih društava, u ukupnom iznosu od oko 142,6 mil. eura.

¹⁷ ATM (Average Time to Maturity) – engleska skraćenica za prosječno vrijeme do dospijeća.

¹⁸ ATR (Average Time to Refixing) – engleska skraćenica za prosječno vrijeme do promjene kamatnih stopa.

Analiza strukture duga na kraju 2017. godine pokazuje da 17.1% ukupnog domaćeg duga dospijeva na naplatu za 1 godinu, u poređenju sa spoljnim dugom čije je dospijeće za godinu dana svega 4.4%.

Grafik 6 Profil otplate postojećeg ukupnog duga na kraju 2017. godine, u mil. eura ¹⁹



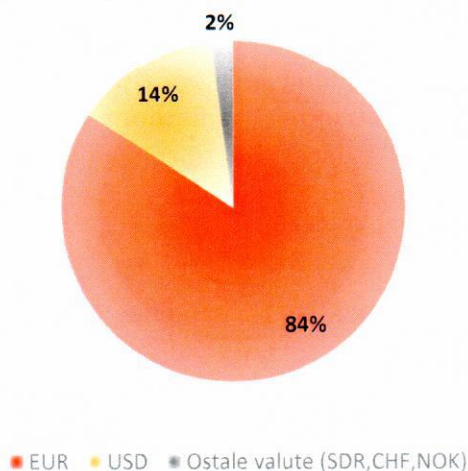
Izvor: MF

Projekcija otplate duga pokazuje pojačani teret na budžet u periodu 2019-2021. godine, kada dospjevaju na naplatu obaveze po osnovu Eurobondova izdatih tokom 2014- 2016. godine, u ukupnom iznosu od 1,080.00 mil. eura. Takođe, tokom 2020. godine dospijeva i obaveza za obveznice izdate na domaćem tržištu, u iznosu od 80,4 mil. eura. Nakon otplate obaveza u ovom periodu, očekuje se značajno smanjenje opterećanja na državne finansije.

Valutna struktura duga

Portfolio državnog duga, pored nacionalne valute euro, izražen je i u sledećim valutama: Američki dolar (USD), Švajcarski franak (CHF), Norveška kruna (NOK) i Specijalna prava vučenja (SDR) kao jedinica Međunarodnog monetarnog fonda.

Grafik 7 Valutna struktura državnog duga na kraju 2017. godine



Valutni rizik nema veliki značaj u portfoliju državnog duga. Grafik 7 ilustruje da, trenutno, samo 15,8% postojećeg portfolija duga izraženo je u instrumentima u ne-eurskoj valuti.

Najveća ne-eurska izloženost je u američkim dolarima kroz razne kreditne zajmove, do 13,8% na dan 31.12.2017. godine. To uključuje kreditne aranžmane od Pariškog kluba povjerilaca, i kineske Exim banke, za potrebe prve dionice autoputa Bar-Boljare; što je u najvećoj mjeri i doprinijelo povećanju duga i valutnog rizika, u periodu 2014-2015. godine (Tabela 12).

¹⁹ U prikazano stanje otplate duga, nisu uključene otplate po osnovu duga za zaostale penzije i duga pravnih lica i privrednih društava. Prema kursu na dan 31.12.2017. godine. Korišćen MTDS analitički model.

Izloženost drugim stranim valutama (NOK, CHF, SDR) je relativno mali, i iznosi svega 2,1% portfolija državnog duga.

Detaljniji prikaz izloženosti duga u stranoj valuti, u periodu 2011-2017. godine, dat je u Tabeli 12, sa iznosima i kao učešće u ukupnom portfoliju državnog duga.

Tabela 12 Stanje duga u stranim valutama

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Dug u stranim valutama (mil. eura)	122.4	119.0	108.2	107.4	279.3	287.7	416.3
Ukupan državni dug (mil. eura)	1,483.5	1,699.5	1,933.0	1,942.9	2,276.7	2,403.0	2,627.9
Dug u stranim valutama / Ukupan državni dug (%)	8.3%	7.0%	5.6%	5.5%	12.3%	12.0%	15.8%

Izvor: MF

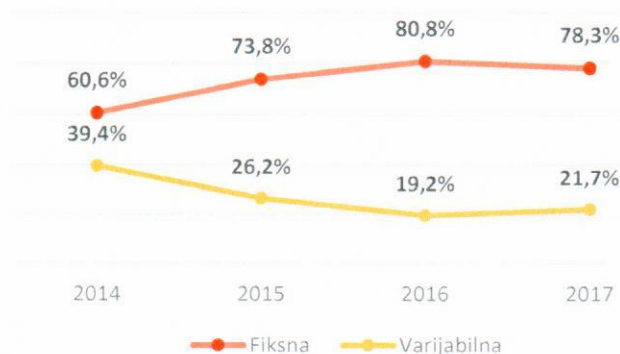
Očekuje se da će stanje spoljnog duga porasti samim zaduživanjem za potrebe izgradnje autoputa Bar-Boljare. Vlada razmatra razne hedžing aranžmane za zaštitu od valutnog rizika, prije početka otplate glavnice za kredit kod kineske Exim banke, koja počinje 2021. godine. Prema preliminarnim analizama, hedžing za zaštitu od valutnog rizika mogao bi se realizovati na period do 10 godina, iz razloga što realizacija ovakvog vida transakcije na duži period značajno može povećati troškove hedžing aranžmana.

Kamatna struktura duga

Prema podacima o državnom dugu na 31.12.2017. godine, udio duga sa fiksnom kamatnom stopom iznosi oko 78%, dok sa varijabilnom kamatnom stopom čini svega 22% državnog duga.

U periodu od 2014. do 2017. godine, rastao je procenat učešća spoljnog duga sa fiksnom kamatnom stopom u odnosu na dug sa varijabilnom kamatnom stopom, te je sa 62,4% ukupnog portfolija državnog duga, u 2014. godini, dostigao 66,2% u 2017. godini. Važno je naglasiti da referentna kamatna stopa za većinu instrumenata sa varijabilnom kamatnom stopom je 6 mjesečni EUROIBOR koji je, istorijski gledano, na najnižem nivou.

Grafik 8 Struktura državnog duga prema vrsti kamatne stope, učešće u %



Domaći dug većinom čine krediti sa varijabilnom kamatnom stopom, dok izdate obveznice imaju fiksnu kamatnu stopu, i iznose 4%, odnosno 5%.

U toku 2017. godine, prosječna kamatna stopa državnog duga iznosila je 3,1 %. Struktura varira između spoljnog i domaćeg duga, gdje je prosječna kamatna stopa

spoljnog duga iznosila 3,3%, a domaćeg duga 2,0%.²⁰

Prosječne kamatne stope zaduženja na međunarodnom tržištu, u periodu od 2014-2017. godine, kretale su se umjereno silaznom putanjom, imajući u vidu da većina novog zaduživanja ima povoljniju kamatnu stopu u odnosu na zaduženja iz prethodnog perioda. Kamatne stope na domaćem tržištu su oscilirale, usljed emitovanja novih državnih zapisa iz godine u godinu, dok su zaduživanja kod komercijalnih banaka bila po nižoj kamatnoj stopi u odnosu na raniji period.

Tabela 13 Prosječne kamatne stope državnog duga, u periodu 2014-2017. godine²¹

	2014	2015	2016	2017
Spoljnje tržište	4.4%	3.6%	3.7%	3.3%
Domaće tržište	3.2%	3.3%	4.1%	2.0%
Prosječna kamatna stopa državnog duga	4.3%	3.6%	3.7%	3.1%

Izvor: MF

VI. Projekcije kretanja duga i analiza rizika za period 2018-2020. godine

Osnovni scenario i strategija kretanja državnog duga u periodu 2018-2020. godine

Prema osnovim pretpostavkama, u periodu 2017-2018. godine, državni dug će vjerovatno imati trend rasta, prije nego što krene silaznom putanjom u 2019. godini. Najveći nivo državnog duga očekuje se u 2018. godini, na oko 67,5% BDP-a, dok će u 2020. godini biti na nivou od 56,5% procijenjenog budućeg BDP-a.

Stanje državnog duga na kraju 2017. godine, iznosilo je 62,0% BDP-a. U 2018. godini, dalji rast duga se očekuje prvenstveno zbog troškova izgradnje autoputa, kao i zaduženja za potrebe finansiranja budžeta, što će državni dug na kraju 2018. godine dovesti do 67,5% BDP-a, dok će, u 2019. godini državni dug iznositi 62,8% BDP-a. Imajući u vidu da u 2020. godini neće biti planiranih zaduženja za projekat autoputa, državni dug će biti na nivou od 56,5% procijenjenog BDP-a.

Za finansiranje projekta izgradnje autoputa, dionice Smokovac-Mateševo, biće potrebno oko 190,0 mil. eura u 2018. godini, odnosno oko 203,7 mil. eura u 2019. godini.²² Navedena sredstva su već obezbijedena, i biće povučena kao planirana kroz kreditni aranžman sa kineskom EXIM bankom.

Početkom 2018. godine, usvojen je Zakon o izmjenama Zakona o budžetu za 2018. godinu, kojim je predviđeno povećanje prihoda i rashoda, i definisano je povećanje nedostajućih sredstava za 25 mil. eura. Stoga, za finansiranje budžetskog deficita, u 2018. godini planirano je zaduživanje u iznosu od 320 mil. eura, u odnosu na prvobitni iznos predviđen Zakonom o

²⁰ Prilikom procjene korišćen MTDS analitički model. U obračun ne ulazi dug po osnovu zaostalih penzija, devizne štednje, restitucije i dug pravnih lica i privrednih društava, u ukupnom iznosu od oko 142,6 mil. eura.

²¹ Prilikom procjene korišćen MTDS analitički model. U obračun ne ulazi dug po osnovu zaostalih penzija, devizne štednje, restitucije i dug pravnih lica i privrednih društava, koji je u 2014. godini iznosio oko 183 mil. eura, u 2015. godini oko 175 mil. eura, u 2016. godini oko 163 mil. eura i u 2017. godini oko 143 mil. eura.

²² Prema ugovorenom fiksnom kursu EUR/USD 1,3718.

budžetu od 296 mil. eura. Sredstva za finansiranje budžeta uvećana su za 25 mil. eura, što u odnosu na Zakon o budžetu predstavlja povećanje sa oko 106 mil. eura, na oko 131 mil. eura. Stoga, navedena sredstva biće obezbijeđena iz kreditnog aranžmana, u iznosu do 250 mil. eura, koji je podržan garancijom Svjetske banke. Ostatak sredstava, obezbijeđenih po osnovu ovog kreditnog aranžmana, poslužiće kao depozit za potrebe otplate duga u narednoj 2019. godini. Pomenuti aranžman je planiran sa periodom otplate od 12 godina i varijabilnom kamatnom stopom uz marginu od 2.95%. U 2018. godini, ukupne obaveze za otplatu duga iznose oko 182,0 mil. eura.

Za 2019. godinu, iznos zaduženja potreban za otplatu duga i finansiranje deficita će porasti na oko 573,0 mil. eura, dok su ukupne obaveze za otplatu duga u ovoj godini na nivou od oko 530,0 mil. eura, što je prije svega uzrokovano dospijanjem Eurobonda iz 2014. godine, u iznosu od 280,0 mil. eura. Uzimajući u obzir depozite, koji će na kraju 2018. godine biti na očekivanom nivou od oko 120 mil. eura, navedeni iznos će biti iskorišćen za otplatu duga u 2019. godini. Obaveze za otplatu duga u 2020. godini će iznositi oko 760,0 mil. eura, a najveća obaveza koja dospjeva za otplatu duga u 2020. godini, odnosi se na otplatu Eurobonda iz 2015. godine, u iznosu od 500 mil. eura. Međutim, imajući u vidu planirani suficit u 2020. godini, u iznosu od oko 207 mil. eura, kao i niži nivo planiranih sredstava za finansiranje kapitalnog budžeta, zbog završetka Projekta izgradnje autoputa - dionice Smokovac-Mateševo, potreban iznos zaduženja u 2020. godini će iznositi oko 553,0 mil. eura.

Tabela 14 Kretanje državnog duga u periodu 2017-2020. godine, u mil. eura²³

	2017	2018	2019	2020
BDP	4,236.5	4,397.7	4,569.4	4,729.6
Domaći dug	413.9	348.3	291.1	183.4
Iino dug	2,213.9	2,621.5	2,578.9	2,488.9
Državni dug	2,627.9	2,969.8	2,870.0	2,672.3
Državni dug u %BDP-a	62.0%	67.5%	62.8%	56.5%

Izvor: MF

Takođe, u periodu trajanja Strategije, predviđa se i ukupno zaduženje oko 186,0 mil. eura sredstava za finansiranje infrastrukturnih i drugih projekata. Od navedenog iznosa, na zaduženja za nove infrastrukturne projekte odnosi se ukupno oko 55,0 mil. eura.

U analizu su uključeni i sljedeći parametri:

- ❖ Za kreditna zaduženja sa varijabilnim kamatnim stopama koristile su se margine koje su aktuelne krajem 2017. godine, dok je za kreditna zaduženja sa fisknom kamatnom stopom korišćena poslednja kamatna stopa kod finansijskih institucija kod kojih su zaključeni krediti;
- ❖ Za kredite koji su u ne-eurskim valutama, korišćeni su devizni kursevi i kamatne stope na dan 31.12.2017. godine;
- ❖ Kreditna sredstva za potrebe implementacije infrastrukturnih projekata biće angažovana i povučena u prosječnom iznosu od oko 60 mil. eura godišnje;

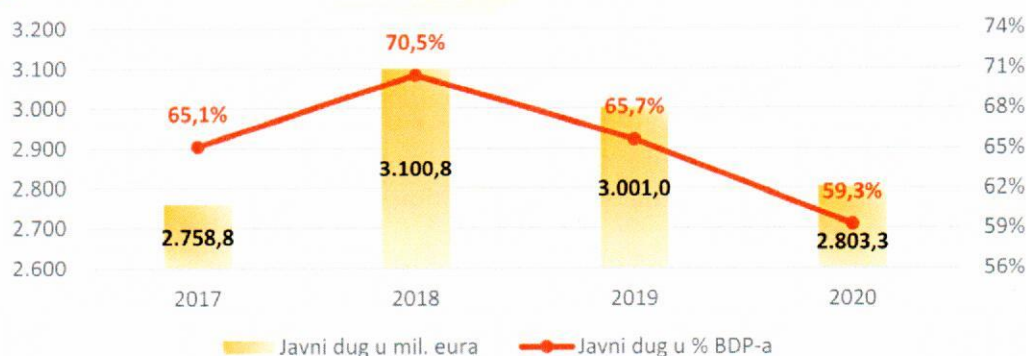
²³ Stanje duga prikazano u tabeli ne uključuje depozite Ministarstva finansija.

- ❖ Zaduženje za finansiranje budžeta u periodu 2018-2020. godine, planirana su sa periodom otplate od 10 godina, uključujući grejs period do 4 godine, i kamatnom stopom do 4%;
- ❖ Za izradu projekcije kretanja javnog duga u periodu 2018-2020. godine, korišćeni su poslednji podaci o stanju duga lokalne samouprave, u prosječnom iznosu od 130,9 mil. eura godišnje.

Box 2 Kretanje javnog duga u Osnovnom scenariju, 2017-2020. godine

Do 2018. godine, javni dug će imati trend rasta, kada će dostići maksimum na nivou od 70,5 % BDP-a, nakon čega će krenuti silaznom putanjom, i na kraju posmatranog perioda, u 2020. godini, biti na nivou od 59,3% procijenjenog BDP-a.

Grafik 9 Kretanje javnog duga u periodu 2017-2020. godine



Izvor: MF

Shodno Zakonu o budžetu za 2018. godinu, i Zakonu o izmjenama Zakona o budžetu za 2018. godine, Ministarstvo finansija ostaje fleksibilno da razmotri mogućnosti za refinansiranje postojećih Eurobondova koje dospjevaju u periodu 2019-2021. godine. Stoga, Ministarstvo finansija ostaje otvoreno za predloge koji se odnose na oblast upravljanja obavezama, u kontekstu osnovnih uslova na tržištu. U skladu sa gore navedenim ciljevima, rezultat bi bio proširenje profila dospelja i poboljšanje dinamike otplate duga smanjenjem visine otplate obaveza koja dospjevaju u periodu 2019-2021. godine.

Prilagođena kvantitativna analiza alternativnih strategija

Za postizanje srednjoročnih ciljeva neophodna je strategija zaduživanja koja se pridržava dobro definisanih smjernica zaduživanja. U cilju razumjevanja procesa različitih opcija zaduživanja i širenja i produbljivanja analiza korišten je model za Srednjoročnu strategiju upravljanja dugom (MTDS) koji su zajedno razvili MMF i Svjetska banka. Izrađene su četiri alternativne strategije u cilju ispitivanja simuliranih situacija, kako bi se doprinjelo postizanju ciljeva zaduživanja. Važno je naglasiti da su ovo samo neke od mnogih mogućih strategija zaduživanja, ali su sledeće četiri odabrane da istaknu glavne alternativne široke opcije među mogućim strategijama.

Ispitane su četiri sledeće strategije:

Strategija 1 (osnovna): Trenutna strategija. Prema ovoj strategiji, tržišno finansiranje je prvenstveno u vidu inostranih zajmova i obveznica, u eurskoj i dolarskoj²⁴ valuti, dok na domaćem tržištu udio državnih zapisa ostaje približno stabilan, odražavajući sadašnje trendove zaduživanja.

Strategija 2: Produženje rokova dospelja spoljnog duga. Ova strategija je prema svojim parametrima slična Strategiji 1, izuzev rokova dospelja refinansiranja euroobveznica koji su testirani na period od 10 godina, sa odgovarajućim tržišnim troškovima.

Strategija 3: Kombinovana strategija. Ova strategija je slična po svojim parametrima kombinaciji Strategije 2 i Strategije 4. Ona ilustruje aktivniju strategiju tržišta domaćeg duga koje se postepeno razvija, zajedno sa produžavanjem ročnosti spoljnog zaduživanja. Ova kombinacija takođe smanjuje devizni rizik relativnim povećanjem finansiranja u eurima u predviđenom periodu.

Strategija 4: Razvoj tržišta domaćeg duga. Ova opcija pretpostavlja veće finansiranje na domaćem tržištu u odnosu na prethodni period, kako je predviđeno u prve dvije strategije. Stoga, povećava se obim emisije domaćih obveznica, postepeno mijenjajući strukturu domaćeg duga iz državnih zapisa na dugoročne domaće obveznice.

Strategije su podvrgnute šokovima kamatnih stopa i deviznih kurseva u okviru četiri scenarija.

- ❖ **Scenario 1: kamatni šok.** Na inostranom i domaćem tržištu, kamatne stope za zaduženja na kratki rok rastu za 1%, dok kamatne stope za zaduženja na dugi rok rastu za 2% ili 3%. Stopa Euribora za zaduženja sa varijabilnom kamatnom stopom raste za 1%. Ovo je trajni šok koji se primjenjuje na cijeli trogodišnji period počevši od 2018. godine.
- ❖ **Scenario 2: jak kamatni šok.** Prema ovom scenariju, kamatne stope se dvostruko povećavaju u odnosu na Scenario 1. Ovo je trajni šok primjenjen na cijeli trogodišnji period.
- ❖ **Scenario 3: depresijacija domaće valute.** Depresijacija deviznog kursa EUR/USD od 15%, kao i ostale valute koje čine SDR primjenjuje se u prvoj 2018. godini. Da bi se došlo do veličine ovog šoka od 15%, izračunato je standardno odstupanje istorijskog deviznog kursa EUR/USD. Šok je, zatim, izračunat kao dvostruko veći od istorijskog standardnog odstupanja, odnosno 30%.
- ❖ **Scenario 4: kombinovani šok.** Ovaj šok se odnosi na oba parametra, kamatnu stopu i devizni kurs, i predstavlja kombinaciju Scenarija 1 i Scenarija 3, pri čemu planirana depresijacija deviznog kursa iznosi 15%.

²⁴ Kreditna sredstva od kineske Exim banke za projekat finansiranja autoputa.

Analize troškova i rizika u okviru alternativnih strategija

Analize troškova i rizika su naročito detaljno ispitane korišćenjem raznih rezultata koje je dao MTDS model. Važno je, međutim, istaknuti da model samo obuhvata široku analizu i kretanja, s obzirom na njegovu namjenu. Rezultate treba tumačiti sa oprezom, jer se analiza vrši na indikativnoj osnovi i ne treba shvatiti da će prikazani rezultati prikazati stvarne tačne ishode troškova i rizika.

Prosječni trošak dobijen na osnovu ovih analiza ostaje prilično stabilan, u svim razmatranim strategijama. Uticaj troškova alternativnih strategija se kreće između 2,9% i 3% na kraju programskog perioda, sa 3,1% na početku programskog perioda. Istovremeno, upoređujući sa trenutnom strategijom, dolazi do rasta prosječne ročnosti, a u skladu sa tim i samnjenja rizika refinansiranja. Pokazatelji ročnosti ostvaruju poboljšane stope u okviru Strategija 2 i 3, do kraja 2020. godine, što je rezultat planiranog zaduženja na duži vremenski period, kako na međunarodnom, tako i na domaćem tržištu.

Pregled pokazatelja troškova i rizika u okviru alternativnih prikazan je u sledećoj tabeli.

Tabela 15 Indikatori rizika za alternativne strategije²⁵

Indikatori rizika		2017	Na kraju 2020. godine			
		Trenutna	S1	S2	S3	S4
Plaćanja po osnovu kamate (%BDP-a)		1.9	1.7	1.7	1.8	1.8
Prosječna primjenjena kamatna stopa (%)		3.1	2.9	2.9	3.0	3.0
Rizik refinansiranja	Dug koji dospijeva u 1 godini (% ukupnog duga)	6.2	25.6	25.6	23.0	23.0
	Dug koji dospijeva u 1 godini (% BDP-a)	3.8	14.2	14.2	12.8	12.8
	ATM spoljni portfolio (u godinama)	4.5	5.8	6.9	6.6	5.7
	ATM domaći portfolio (u godinama)	5.2	3.2	3.2	4.4	4.4
	ATM ukupan portfolio (u godinama)	4.6	5.3	6.1	6.0	5.3
Rizik kamatnih stopa	ATR (u godinama)	3.6	4.1	4.8	4.9	4.3
	Refiksiranje u 1 godini (% ukupnog duga)	28.4	51.1	51.1	45.3	45.3
	Dug po fiksnim kamatnim stopama (% ukupnog duga)	74.9	69.1	69.1	73.0	73.0
Rizik deviznog kursa	Dug u ne-eurskoj valuti (% ukupnog duga)	16.1	26.1	26.1	24.2	24.2

Izvor: MF

Strategija 1 predstavlja povoljniji rezultat po osnovu troškova, ali ne i po osnovu rizika refinansiranja. Rezultat Strategije pokazuje da je prosječni trošak finansiranja duga na najnižem nivou u odnosu na ostale strategije. Istovremeno, indikatori rizika (osim rizika refinansiranja) su relativno povoljni, i ne odstupaju značajnije u odnosu na bilo koju od analiziranih strategija.

U **Strategiji 2** rizik refinansiranja je najefikasniji, što je prikazano u prethodnoj tabeli u dijelu prosječne ročnosti duga. Takođe, ova Strategija ostvaruje i povoljne rezultate po osnovu troškova zajedno sa Strategijom 1.

²⁵ Projekcija duga je rađena uz pomoć MTDS analitičkog modela, za stanje državnog duga, u koji nisu uključeni dug za zaostale penzije i dug pravnih lica i privrednih društava.

Strategija 3 je, zajedno sa Strategijom 4, najnepovoljnija po pitanju relativnih troškova, ali u okviru veoma malih margina. Međutim, u skladu sa postavljenim parametrima, rizik refinansiranja je jednako efikasan kao u Strategiji 2.

Strategiju 4 indikatori refinansiranja i rizika kamatnih stopa pozitivno svrstavaju među četiri strategije.

Tabela 16 Trošak po osnovu kamata u % BDP-a, na kraju 2020. godine, u okviru 4 različita scenarija²⁶

Scenariji	S1	S2	S3	S4
Osnovni scenario	1,7	1,7	1,8	1,8
Šok deviznog kursa (depresijacija 30%)	1,8	1,8	1,9	1,8
Kamatni šok 1	2,0	2,0	2,1	2,1
Jak kamatni šok 2	2,2	2,3	2,4	2,4
Kombinovani šok (depresijacija 15% i kamatni šok 1)	2,0	2,1	2,2	2,1
Maksimalni rizik	0,5	0,6	0,6	0,6

Izvor: MF

Primjenom četiri šok scenarija na alternativne strategije, možemo zaključiti da i u slučaju najgoreg scenarija rizika ishod bilo koje od četiri strategije neće imati puno uticaja u odnosu na osnovni scenario. Maksimalni rizik svake od strategija predstavlja najveći udar šoka različitih kamatnih stopa i deviznog kursa, kao i kombinacije šokova, koji su postavljeni pomoću MTDS modela. Na grafiku 10 prikazan je uticaj maksimalnog rizika na postojeći scenario za sve četiri ispitane strategije. Trošak kamata u % BDP-a procenjuje potencijalni uticaj svake strategije na državni budžet kroz godišnju otplatu kamata. Rizik za datu strategiju finansiranja predstavlja razliku između ishoda troškova u rizičnom scenariju i u okviru osnovnog scenarija.

Grafik 10 Trošak kamate u % BDP-a na kraju 2020. godine



Izbor strategije

Rezultat četiri strategije procijenjen je kako u pogledu rizika, tako i troškova, u kojima rizik generalno ima prednost u odnosu na troškove, s obzirom na male razlike u troškovima u ispitivanim strategijama. Uzimajući u obzir cijelokupne troškove i rizike, kao i principe i ciljeve navedene u Smjernicama za period 2018-2020, izabrana je Strategija 3 kao bude dobar kandidat za sprovođenje u srednjoročnom periodu.

Profil otplate duga je delimično smanjen, s obzirom na manju koncentraciju budućih otplata obaveza u kratkoročnom i srednjoročnom periodu do završetka perioda Strategije. Pokazuje

²⁶ Projekcija duga je rađena uz pomoć MTDS analitičkog modela, za stanje državnog duga, u koji nisu uključeni dug za zaostale penzije i dug pravnih lica i privrednih društava.

se da ova Strategija najefektivnije doprinosi upravljanju rizikom refinansiranja među ispitivanim opcijama.

Grafik 11 Profil otplate državnog duga iz 2020. godine za Strategiju 3, u mil. eura²⁷



Izvor: MF

Strategija 3 doprinosi promovisanju razvoja domaćeg primarnog i sekundarnog tržišta tako što se postepeno kreće od državnih zapisa do većeg učešća domaćih obveznica, omogućavajući dovoljno prostora za zaduženje na međunarodnom tržištu, a samim tim promocija i proširenje baze investitora se može postići bez potrebe za zaduživanjem u stranoj valuti.

Ukratko, Strategija 3 je u skladu sa opštim ciljem smanjenja postojećeg rizika refinansiranja portfolija duga, jer vodi do povoljnijeg roka dospelja duga u odnosu na sadašnju ili bilo koju drugu strategiju. Njen uticaj na troškove u smislu korišćene kamatne stope je unutar okvira navedenog u Smjernicama i ne ukazuje na ozbiljan uticaj na održivost duga. Najvažnije, indikatori rizika kamatne stope pokazuju uticaj među četiri strategije, dok rizik deviznog kursa se održava na relativno niskom nivou, što je rezultat nižeg udjela duga u stranim valutama. Indikatori rizika duga na tržištu, koji efektivno predstavljaju dio duga na koji Strategija može uticati tokom perioda, značajno se poboljšavaju u odnosu na prosječno vrijeme dospelja, naglašavajući koristi ove Strategije.

Za izbor Strategije 3 smatra se da je pragmatičnije dati veću pažnju osnovnim pokazateljima rizika troškova, a manju potencijalnim šok scenarijima. Navedeno je prije svega zbog činjenice da ova deterministička analiza scenarija ne uzima u obzir vjerovatnoću nastanka šok scenarija, iako se ne može tvrditi da bilo koji od ispitanih šokova ima malu vjerovatnoću realizacije. Uprkos ograničenjima u analizi šok scenarija, osjetljivost strategije zaduživanja u okviru alternativnih scenarija, koji se odnose na tržišne stope, je veoma relevantna i ne može se zanemariti prilikom izbora odgovarajuće strategije. U skladu sa tim, važno je naglasiti da je MTDS model dio motivacije za strategiju, a ne ekskluzivno sredstvo za donošenje odluka. Iako je njegov rezultat veoma koristan, dobijeni rezultati su ispitani i prilagođeni procjeni kako bi se postigao konačan zaključak o tome koji srednjoročni pravac treba slijediti.

²⁷ Prema kursu na dan 31.12.2017. godine, primjenom MTDS analitičkog modela. U projekciji nisu uključeni dug za zaostale penzije i dug pravnih lica i privrednih društava.

Makro rizici Strategije

Niži ekonomski rast

Pored prethodno prikazanih rizika portfolija koji bi uticali na osnovni scenario, ispitan je i niži ekonomski rast (Tabela 17 i Grafik 12). Ukoliko bi došlo do usporavanja ekonomskog rasta i smanjenja nivoa prihoda, kretanje duga u trogodišnjem periodu bi odstupalo u odnosu na osnovni scenario. Smanjenje prihoda, i stagnirajući priliv investicija, može dovesti do dodatnog finansiranja deficita.

Prema ovoj projekciji, u posmatranom periodu, državni dug bi došao do najviše tačke u 2018. godini, kada bi iznosio 68,7% BDP-a, nakon čega bi se kretao silaznom putanjom, što je kao i u osnovnom scenariju, prije svega, rezultat završetka kreditnog zaduženja u 2019. godini za projekat izgradnje autoputa.

Tabela 17 Kretanje duga u periodu 2017-2020 u slučaju scenarija nižeg rasta, u mil. eura ²⁸

	2017	2018	2019	2020
BDP	4,326.5	4,323.6	4,440.3	4,590.0
Domaći dug	413.9	348.3	291.1	183.4
Ino dug	2,213.9	2,621.5	2,618.9	2,568.9
Državni dug	2,627.9	2,969.8	2,910.0	2,752.3
Državni dug/BDP	62.0%	68.7%	65.5%	59.9%

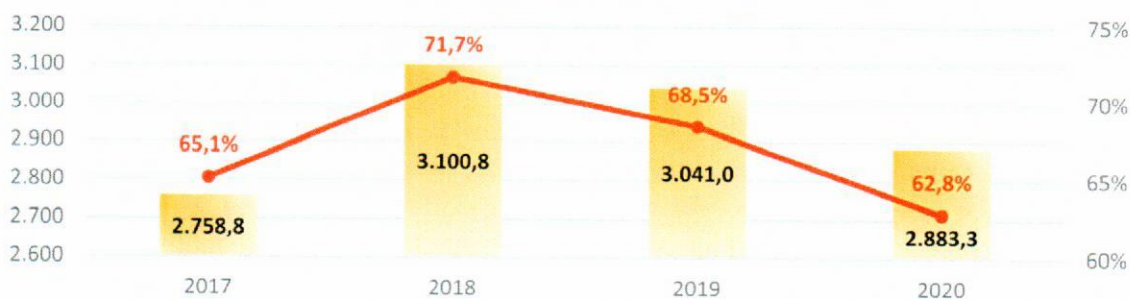
Izvor: MF

U slučaju scenarija nižeg ekonomskog rasta, otplata duga tokom perioda se neće promijeniti u odnosu na osnovni scenario, iz razloga što su buduća zaduženja planirana sa grejs periodom do 4 godine, kako bi se izbjeglo opterećenje budžeta u periodu otplate Euroobveznica do 2021. godine. Međutim, potrebe za zaduženjem će biti nešto više u navedenom periodu, u prosjeku oko 40 mil. godišnje, što će uticati i na rast duga u nominalnom iznosu.

Box 3 Kretanje javnog duga u Scenariju nižeg ekonomskog rasta, 2017-2020

U slučaju scenarija niskog rasta, tokom posmatranog perioda, javni dug dostigao bi svoj vrhunac u 2018. godini i iznosio bi 71,7% BDP-a, nakon čega bi krenuo silaznom putanjom, ali do 2020. godine neće doći do planiranog nivoa ispod 60% BDP-a, kako se očekuje u osnovnom scenariju.

Grafik 12 Kretanje javnog duga, u periodu 2017-2020. godine



Izvor: MF

²⁸ Dug prikazan u tabeli ne uključuje depozite Ministarstva finansija.

Takođe, imajući u vidu i manje ostvarenje BDP-a, kao što je prikazano u prethodnoj tabeli, stanje državnog duga će imati veće učešće u BDP-u, u odnosu na sonovi scenario, i iznosiće skoro 60% BDP-a u 2020. godini.

U skladu sa izborom Strategije 3, ispitani su i efekti ove Strategije u slučaju nižeg ekonomskog rasta, koji su prikazani u sledećoj tabeli.

Tabela 18 Indikatori rizika za izabranu strategiju u slučaju nižeg ekonomskog rasta ²⁹

Indikatori rizika		Na kraju 2020. godine	
		S3 Osnovni scenario	S3 Scenario nižeg rasta
Plaćanja po osnovu kamate (%BDP-a)		1.8	1.9
Primjenjena kamatna stopa (%)		3.0	3.0
Rizik refinansiranja	Dug koji dospijeva u 1 godini (% ukupnog duga)	23.0	22.1
	Dug koji dospijeva u 1 godini (% BDP-a)	12.8	13.2
	ATM spoljni portfolio (u godinama)	6.6	6.8
	ATM domaći portfolio (u godinama)	4.4	4.4
	ATM ukupan portfolio (u godinama)	6.0	6.2
Rizik kamatnih stopa	ATR (u godinama)	4.9	5.1
	Refiksiranje u 1 godini (% ukupnog duga)	45.3	44.3
	Dug po fiksnim kamatnim stopama (% ukupnog duga)	73.0	73.3
Rizik deviznog kursa	Dug u ne-eurskoj valuti (% ukupnog duga)	24.2	24.4

Izvor: MF

U slučaju nižeg ekonomskog rasta, osjetan je porast prosječnog troška Startegije 3, ali samo umjereno u odnosu na osnovni scenario.

VII. Institucionalni aranžmani i pitanja implementacije

Funkcije upravljanja javnim dugom je u nadležnosti Direktorata za državni trezor. U okviru Direktorata, Odjeljenje za upravljanje javnim dugom nedavno je reorganizovano na način što je podjeljeno na front i back office. U Direktoratu za državni trezor sada postoje dvije direkcije:

- ❖ Direkcija za upravljanje dugom, analizu zaduženosti i odnose sa inostranstvom (Front Office) i
- ❖ Direkcija za upravljanje gotovinom, servisiranje duga i evidentiranje državnog duga i duga lokalnih samouprava (Back Office).

Pored toga, Ministarstvo finansija je korisnik tehničke pomoći Međunarodnog monetarnog fonda (MMF), u dijelu izgradnje kapaciteta za izradu Srednjoročne strategije upravljanja dugom i Strategije tržišnih odnosa, kao što je prethodno objašnjeno.

²⁹ Projekcija je rađena uz pomoć MTDS analitičkog modela, na stanje državnog duga, u koji nisu uključeni dug za zaostale penzije i dug pravnih lica i privrednih društava.

Ministarstvo finansija prepoznaje pitanje upravljanja javnim dugom, kao jedno od najvažnijih oblasti svog rada. Stoga će se dalje razmatrati izgradnja kapaciteta, kako bi se izgradio i održao tim profesionalaca za upravljanje dugom sa neophodnim vještinama potrebnim za efektno i efikasno upravljanje portfolijom javnog duga države.

VIII. Odnosi sa investitorima i informacije na tržištu

Strategija tržišnih odnosa (MRS) artikuliše i integriše komunikaciju, ekonomiju, finansije i marketing. Cilj je podsticati produktivan dvosmjerni dijalog između Vlade, njenih kreditora, finansijske zajednice uopšte i drugih zainteresovanih strana. MRS izražava posvećenost Vlade da obezbijedi transparentno i predvidljivo upravljanje javnim dugom.

MRS, takođe, službenicima koji se bave oblastima za upravljanje dugom pruža osnov za razvoj komunikacije i razmjenu informacija i mišljenja sa kreditorima tokom stabilnih vremenskih perioda, podržavajući transparentnost kada je Vlada suočena sa potencijalnim izazovima. Dijalog može pomoći u smanjenju izloženosti Vlade na nestabilnost tržišnih parametara i podržati ponovni ulazak Vlade na tržišta kapitala. Razgovori sa kreditorima pružaju dragocjen uvid u mišljenje tržišta i percepcije suverenog rizika, kao i uvide o trenutnom i budućem kreditnom riziku. Prikupljanje informacija sa tržišta od eksternih saradnika stoga treba da pomogne u informisanju razvoja interne strategije.

Direkcije koje se bave upravljanjem javnim dugom prepoznaju potrebu za daljim razvojem i poboljšanjem prikupljanja informacija o tržištu i aktivnosti vezanih za odnose sa investitorima. To će pomoći da se bolje razumije poslovno okruženje i omogućiti bolje i brže reagovanje na promjene tržišnih uslova, dok će istovremeno olakšati razvoj proaktivnom pristupu investitorima.

Ciljevi funkcionisanja tržišnih odnosa su da se omogući upadljivost i bolje razumjevanje prednosti crnogorske "kreditne priče", stvaranje direktnih odnosa i suštinski stvaranje šire baze investitora.

Unaprijeđeni tržišni odnosi će se realizovati pružanjem:

- ❖ Konzistentnih i tačnih informacija o ekonomiji Crne Gore na blagovremen i učestao način
- ❖ Komunikacijom jasne, dugoročne fokusirane strategije finansiranja

Aktivnosti u dijelu tržišnih odnosa uključuju:

- ❖ Organizaciju roadshow-a, prisustvovanje roadshow-u i sastanci sa povjericima i drugim zainteresovanim stranama u vidu telefonskih razgovora (conference calls);
- ❖ Učešće na raznim vrstama konferencija i doagađaja, na kojima se razmjenjuju iskustva i znanja;
- ❖ Proizvodnja i distribucija informacija o tržištu;
- ❖ Održavanje baze podataka o zainteresovanim stranama, praćenje kontakt podataka banaka, povjerioca i medija. Tim će koristiti bazu podataka za analizu i evidenciju odnosa investitora prema tržišnim zahtjevima i kako bi prilagodili njihove napore na tržištu u skladu sa tim;

Direkcije za upravljanje javnim dugom se aktivno angažuju na izgradnji namjenskog i upadljivog web sajta koji će sadržati podatke u oblasti upravljanja javnim dugom, koristeći ga u okviru postojećeg web portala Ministarstva finansija, a koji će direktno pružiti transparentnost u aktivnosti Direkcija za upravljanje javnim dugom i uređivački pristup tima. Direkcije za upravljanje javnim dugom će redovno popunjavati svoje web stranice sa podacima, prognozama i informacijama o upravljanju dugom, zaduženju, strategiji, izvještajima rejting agencija, tržišnim materijalima, odnosima sa drugim zainteresovanim stranama (npr. CBCG i MONSTAT), i arhivama izvještaja, prezentacija i saopštenja za javnost.

Informacije o tržištu se u osnovi temelje na efikasnim tržišnim odnosima, ali njihov opseg je širi. Informacije o tržištu predstavljaju osnov za dobro razumjevanje i analitičke mogućnosti za generisanje spostvenih podataka o tržištu, koji se zasnivaju na: istraživanjima, iskustvima dobijenih od medija, učesnika na konferencijama i drugim vidovima okupljanja/sastanaka. U tom smislu, Direkcije za upravljanje javnim dugom će kontinuirano pratiti i analizirati finansijska tržišta. Promjenljive vrijednosti kao što su premije za novu emisiju i uslovi nove emisije drugih zemalja će se pratiti i njihov značaj će se razmatrati za sopstvene aktivnosti Crne Gore. Pored toga, u vidu tržišnih kontakata biće procijenjeni tražnja i očekivanja na tržištu. Na osnovu toga, Direkcije za upravljanje javnim dugom će biti u dobroj poziciji da služi kao izvor informacija o tržištu za druge državne institucije i zainteresovane strane.

Za primjerak Strategije, molimo da kontaktirate Direktorat za državni trezor u Ministarstvu finansija:
Ministarstvo finansija
Direktorat za državni trezor
Direkcija za upravljanje dugom, analizu zaduženosti i odnose sa inostranstvom
Ul. Stanka Dragojevića, br. 2
81 000, Podgorica
Crna Gora

Srednjoročna strategija upravljanja dugom 2018-2020, takođe je dostupna na web stranici
Ministarstva finansija: http://www.mf.gov.me/biblioteka/strateska_dokumenta