

**Марко Димитријевић\***  
Асистент Правног факултета,  
Универзитет у Нишу

ОРИГИНАЛНИ НАУЧНИ ЧЛАНАК

UDK: 336.273

Рад примљен: 30.06.2015.

Рад прихваћен: 03.12.2015.

## **УПРАВЉАЊЕ ЈАВНИМ ЗАЈМОМ: ПРАВНО-ЕКОНОМСКЕ ПОСЛЕДИЦЕ ПО ПОЛОЖАЈ ДРЖАВЕ КАО ДУЖНИКА\*\***

**Апстракт:** Предмет анализе у овом раду јесте нормативно регулисање политике управљања јавним зајмом у савременом монетарном праву. У том смислу се у раду указује на разлоге због чега се политика управљања јавним зајмом мора обликовати посебно правном регулативом изван оне која постоји у домену фискалне и монетарно-кредитне политике у циљу заштите интереса државе на оптималан начин. Нарочити акценат у истраживању биће на оцени стратегије за управљање јавним зајмом којом се могу предупредити и умањити правно-економске последице неуспешног управљања јавним зајмом у виду урушавања ауторитета државне власти и финансијског мораторијума (банкротства). У даљем тексту се сагледавају искуства земаља чланица Европске уније у управљању јавним зајмом у циљу препознавања оптималног начина деловања и примене монетарног права у области јавног зајма и формулисања препорука *de lege ferenda* у домаћем праву.

**Кључне речи:** јавни зајам, јавни дуг, монетарно право, фискална одрживост, Европска унија.

### **1. Увод**

Политика управљања јавним зајмом се у пракси дуго третира као посебан сегмент фискалне и монетарно-кредитне политике. Овакво схватање полазило је од монетарних и фискалних функција јавног

---

\*markod1985@prafak.ni.ac.rs

\*\* Рад је резултат истраживања на пројекту „Усклађивање права Србије са правом Европске уније“, који финансира Правни факултет Универзитета у Нишу у периоду 2013–2018. године.

зајма и постулата тзв. *теорије временске конзистентности (time consistency literature)* који полазе од чињенице да средства јавног зајам јесу специфичан облик капитала доступан јавности поред готовог новца и државних обвезница (Currie, Dethier, Togo, 2003 : 22–65). Због услова који постоје у финансијско-правној сфери привредног живота, данас се стало на становиште да политику управљања јавним зајмом треба посматрати као самосталан сегмент макроекономске политике и регулисати посебним нормама монетарног, економског и финансијског права. Овај тренд започео је крајем осамдесетих година прошлог века, на *Новом Зеланду*, када је влада увидела да без посебног нормативног регулисања управљања јавним зајмом неће моћи да се реализују циљеви предвиђени *законима о фискалној одговорности*. У *савременом монетраном праву* одговорност за последице политике управљања јавним дугом изузета је из надлежности централне банке, због елиминисања сваког сукоба интереса који би произашли из колизије монетарних задатака и рефинансирања дуга, а све у циљу заштите интереса државе (дужника) и повериоца (физичких и правних лица) на оптималан начин.

## 2. Развој политике управљања јавним зајмом

Јавни зајам представља дужничко-поверилачки однос између државе као дужника и физичких и правних лица која се налазе у улози повериоца (уписника) позајмљених новчаних средстава. У финансијској теорији се прави дистинкција између појмова *јавног зајма* и *јавног дуга*. Јавни дуг представља шири појам који обухвата свако задуживање државе не само по уговорном, већ и по другим основама попут законских, судских и деликтних (Анђелковић, 2012: 273–274).

Разлог за издвајање политике управљања јавним зајмом из домена фискалне политике делује крајње логичан. Наиме, када фискус жели да трошак сервисирања дуга одржи на ниском нивоу у циљу стварања слободног фискалног простора (посматрано у краћем временском периоду), то може повећати вероватноћу кршења уговорних обавеза (плаћања ануитета) или утицати на доношење одлуке о поштравању пореских стопа (Togo, 2010: 5–6). Из сличних разлога неопходно је одвојити политику управљања јавним зајмом из домена монетарно–кредитне политике, јер је главни задатак централне банке, између осталог, одржавање ниске (прихватљиве) стопе инфлације, што може бити осујећено уколико централна банка истовремено мора да се брине о ниској каматној стопи позајмљених средстава на име јавног зајма. *Ratio legis* политике управљања јавним зајмом јесте старање да потреба за оваквим финансирањем јавног сектора

(као и обавеза враћања позајмљених средстава) буде одређена на што нижем нивоу, посматрано у средњерочним временским оквирима и да је као таква конзистентна пруденцијалном степену ризика (World Bank and IMF, 2003). У таквим условима, главни циљ фискалне политике јесте вођење буџетске политике која има редуциране дисторзивне ефекте на стабилизацију висине друштвеног производа.

Можемо приметити да без обзира на несумљиву самосталност концепта монетарно-кредитне, фискалне и политике управљања јавним зајмом, истовремено постоји потреба за њиховим функционалним усклађивањем, односно *финим подешавањем (fine tuning)*, што није нимало лак задатак. У том смислу, неопходно је успоставити *trade-off* између међусобно супротстављених циљева. Повериоци јавног зајма суочавају се са одлуком о избору преузимања додатног ризика у циљу смањења трошкова отплате. Лоше конципирана политика управљања јавним зајмом може приморати фискал да промени утврђене фискалне циљеве, из разлога што непожељна структура зајма повећава трошкове сервисирања (услед чега влада доноси одлуку о смањењу јавних издатака да не би запала у дужничку доцњу). Другачије посматрано, лош концепт фискалне политике утиче на ефикасност политике управљања јавним зајмом, као што порези и јавни расходи условљавају ниво примарног буџетског дефицита (суфицита) у структури укупног износа дуга који треба исплатити повериоцу.

У финансијској литератури се развој политике управљања јавним зајмом може сагледати у *четири етапе*: етапу нетржишног задуживања државе, етапу преласка на тржишно оријентисан систем задуживања државе, етапу управљања државном имовином и етапу пружања услуге трезора уз управљање државном имовином и обавезама (Storkye, 2006: 11–16). У *првој фази* држава се задуживала кредитима централне банке, кредитима комерцијалних банака или повлашћеним зајмовима, које је добијала од међународних финансијских установа. У *другој фази* управљања јавним зајмом, примарни начин финансирања постаје тржиште хартија од вредности чијом се емисијом долази до неопходних новчаних средстава за финансирање јавних расхода. Такође, у овој фази долази до оснивања посебних организацијских јединица за управљање јавним дугом тј. *канцеларија (public debt administration)*, као институционалног решења за све оперативне аспекте управљања (Шваљек, Бадурин, 2011: 5–7). У *трећој фази* управљања се примењује тзв. *приступ управљања свеукупном имовином и обавезама (asset and liability management)*. Карактеристично за ову етапу јесте управљање текућим јавним зајмом али и потенцијалним обавезама, које представљају извор финансијских ризика, а све у циљу добијања реалније слике о фискалној позицији државе. Главну ставку

државне имовине представљају будући буџетски приходи који нису изражени у домаћој валути и нису осетљиви на кретање краткорочних каматних стопа и инфлационих токова (Ibid, 11–32). У *четвртој етапи* управљања зајмом долази до ширења функција *канцеларије за управљање јавним дугом*. Нове функције обухватају вредновање државних кредита, саветовање државних тела у управљању готовином и ризицима, контролу везану за јавно-приватна партнерства, као и услуге позајмљивања средстава нижим јединицама власти. Такође, *канцеларије за управљање јавним дугом* добијају и ингеренцију руковођења посебним фондовима јавног сектора, а услугама примања депозита и одобравања зајмова нижим јединицама власти стварају се услови за државну уштеду јер овај механизам представља алтернативу коришћењу банкарских услуга (Wheeler, 2004: 1–10).

### 3. Одрживост јавног зајма (public debt sustainability)

У финансијској литератури не постоји јединствен став о границама оптималног задуживања фискаса. Тако се, у *генералном смислу*, сматра да оптимална граница задуживања није достигнута све док додатни јавни расходи који се финансирају задуживањем омогућавају ефикасније искоришћавање производног потенцијала и производних капацитета у економији и допуштају да се очекује даље приближавање жељеној расподели (Brumerhoff, 2003: 383). Другачије посматрано, одржив концепт фискалне политике постоји уколико се, посматрано у краткорочним временским оквирима, удео јавног дуга у домаћем бруто производу враћа на почетну пропорцију предвиђену фискалним правилом након одступања у периоду криза (Blanchard, 2000: 1–36). Иако се оптимална граница јавног зајма не може утврдити у *непосредном смислу*, у економској теорији се нуде одређени критеријуми путем који се то може учинити *посредно* преко дефинисања граница задуживања у кратким или дугим временским интервалима, одређивања главнице зајма у бруто или нето износима, критеријума укључивања или искључивања одговорности система социјалне сигурности и других категорија (Neck, Strum, 2008: 1–2).

Циљеви оптималне политике управљања јавним зајмом усмерени су на стварање услова за одрживост зајма која се може посматрати у *статичком* и *динамичком* контексту. У пракси се више користи концепт статичке одрживости који полази од ограничења утврђеним правилима фискалне и финансијске конвергенције, док се одрживост у динамичком смислу односи на резултате имплементације мера фискалне политике са постојећим економским окружењем (Collignon, 2003: 1–3). Постојање

фискалних правила јесте неопходан, али не и довољан услов за постизање одрживости јавног зајма услед чега креатори економске политике морају предузимати благовремене акције сходно променама макроекономских услова. Одрживост јавног зајма у динамичком смислу условљена је његовим интертемпоралним ефектима. Ови ефекти огледају се у чињеници да се терет финансирања јавног зајма расподељује на будућа поколења, односно будуће пореске обвезнике. Реперкусије које произилазе у вези са третманом раличитих генерација пореских обвезника посебно се анализирају у оквиру методе тзв. *генерацијских рачуна (generational accounting)*, где буџетски дефицити губе краткорочна обележја (Brumerhoff, 2003: 387–389).

#### **4. Принципи политике управљања јавним зајмом и проблем кредибилитета дужника**

Политика задуживања јавног сектора, као значајан сегмент економске политике, са собом доноси одређене политичке, правне и економске реперкусије, од којих је најзначајније питање *кредибилитета (веродостојности)* таквог финансирања јавних добара. Овај проблем се уочава приликом сервисирања позајмљених средства, јер држава често пролонгира доспеле обавезе на легитиман или нелегитиман начин, или уопште не извршава доспеле обавезе (што је у условима глобалне финансијске кризе учестала појава). Наравно, дужничка доцња (*mora debitoris*) не брине повериоце који разматрају финансирање у тзв. *бонд обвезнице* које издају државе чланице Организације за економску сарадњу и развој (ОЕЦД), док се то не може рећи за позајмљивање новца државама чији се привредни систем налази у процесу транзиције. У таквим околностима једини начин привлачења иностраног капитала остају *високе каматне стопе* на позајмљена средства, што свакако може бити на терет права пореских обвезника који у условима транзиције своју пореску способност „доказују“ до крајњих граница.

У савременом монетарном праву није могуће поставити темеље оптималне политике управљања јавним зајмом без обезбеђења кредибилитета дужника. Свакако, када инвеститори доносе одлуку о куповини обвезница јавног зајма, они разматрају постојећи кредитни углед и кредитну историју конкретних држава. Интереси повериоца су адекватније заштићени када уписију обвезнице високоразвијених земаља него у околностима када се рада о државама које су оптерећене економским и политичким нестабилностима чије обвезнице немају високу вероватноћу наплате (*junk bonds*). У разматрању кредибилитета дужника у обзир се узима утицај

постојећих уставних ограничења, природа односа владе као дужника и њених грађана и делегирање овлашћења посебним органима за стручно располагање и трошење позајмљених средстава (Stasavage, 2012: 1–2).

Положај повериоца јавног зајма биће боље заштићен уколико у парламентарном систему државе дужника постоји могућност стваљања вета на одлуку владе о задуживању, која ће се по природи ствари користити уколико не постоји веродостојна и правноваљана намера да се позајмљена средства врате у роковима доспећа. Иако може деловати да ће порески обвезници пружити отпор прикупљању средстава за отплату јавних зајмова, они на то (најчешће) пристају из разлога моралне или религозне природе као и пружања подршке економском опоравку земље и спољнотрговинској политици. Делегирање овлашћења за управљање средствима посебним органима је у складу са захтевом формирања посебних агенција које морају бити сачињене од стручњака из правноекономске струке независних од утицаја извршне власти (Ibid).

Правилно конципирана политика управљања јавним зајмом штити интересе како повериоца тако и дужника, омогућавајући владама да прикупе довољно прихода за финансирање доспелих новчаних потраживања. У околностима када владе не могу да приступе финансијским тржиштима по разумним условима, може доћи до појаве *кризе ликвидности*, која неретко добија и обележја кризе солвентности уколико високе премије на ризик утичу на повећање каматних стопа. Неоптимално задуживање јавног сектора је крајем прошлог века утицало и на појаву специфичних фискалних догађаја који се односе на повећање каматне стопе на глобалном нивоу и појаву тзв. ефекта истискивања инвестиција (*crowding out*), јер су позајмљена новчана средства могла да се пласирају у приватном сектору уместо у јавном сектору (Ford, Laxton, 1999: 77–79). Да би се избегле последице неиспуњавања доспелих обавеза јавног зајма, неопходно је придржавање одређених принципа. Основни принцип би био да капитал позајмљен у иностранству треба инвестирати у производне и извозно оријентисане пројекте (са вишом профитном стопом од камате узете на кредите) не би ли се тако осигурао дугорочни привредни раст и избегли губици од промена у висини девизних курсева. Употреба у непроизводне сврхе (финансирање буџетских дефицита) смањује раположиве приходе за отплату јавног дуга и води привреду у нову дужничку кризу (Марић, 2012: 32–34).

*Можемо приметити* да се поменути услов отежано респектује од стране влада земаља у развоју, јер се највећи део средстава позајмљеног капитала користи за финансирање јавних расхода, што само још више

намеће потребу за поштравање правила *фискалне дисциплине*, односно *одговорности* наредбодаваца и рачунопологача. Предуслов успешне политике управљања јавним зајмом јесте ефикасна примена концепта новог управљања јавним сектором који се односи на повећање ефикасности, децентрализовање буџетског процеса, увођење транспарентности и јасне одговорности субјеката за предузете радње. Стога је нужно предузети мере на усвајању нових и реформи постојећих финансијскоправних прописа тако да се они налазе у функцији унапређења финансијског управљања, ефикасног пружања услуга грађанима, јачања улоге представничких тела у односима са владом и конституисања независних надзорних агенција сходно принципу *de lege artis* (Lienert, 2005: 3–4).

### **5. Нова схватања о терету отплате јавног зајма и положају дужника (the new ortodoxy)**

Модерно монетарно право преиспитује класичне поставке о интертемпоралном терету јавног зајма. Тако, све већи број теоретичара сматра да коришћење јавног зајма не подразумева преваљивање стварног терета отплате на будуће генерације. У прилог таквим схватањима, амерички економиста *Бјукенен* (Buchanan) истиче да владе доношењем одлуке о задуживању деривирају куповну моћ од физичких и правних лица, односно домаћих или иностраних финансијских институција (Buchanan, 2005: 6–7). Такво извођење куповне моћи владе је повезано са одређеним опортунитетним трошковима, јер су повериоци зајма своја средства могли да алтернативно искористе за друге профитабилне делатности. Ипак, за разлику од задуживања јавног сектора додатним опорезивањем где тренутно долази до повећања стварног (укупног) пореског терета, код коришћења јавног зајма тај терет остаје привремене природе, односно највише га осећају генерације повериоца од кога су средства позајмљена (у иницијалном периоду). То имплицира да јавни зајам *per se* (за разлику од опорезивања) не ствара повећани порески терет, већ терет јесте последица владе о висини и структури планираних јавних расхода (Ibid).

Употреба јавног зајма оствља будућим генерацијама одређене обавезе, али се те обавезе не могу третирати као агрегатни реални терети из разлога што су међусобно искључиви (превасходно код домаћег јавног зајма). Наведено произилази из чињенице да, иако будуће генерације пореских обвезника враћају позајмљена средства плаћањем пореза, од истих пореских прихода средства им се враћају кроз исплату каматних стопа које поседују домаћи повериоци јавног зајма. Овакво поступање за крајњи резултат има последицу да се интертемпоралним теретом будућим

обвезницима намеће потреба да само врше међусобне трансфере, а тај трансфер не може бити компактибилан са „губљењем ресурса“ приликом иницијалног периода уписа зајма (Ibid).

Уговор о јавном зајму није добротини правни посао, и у том смислу је неопходно направити дистинкцију између *примарног* и *секундарног терета* јавног зајма. Примарни терет се не пребацује будућим генерацијама из разлога што је подразумева директно одрицање од средстава приликом доношења одлуке о упису зајма. Секундарни терет јавног зајма је условљен одређеним варијаблама, од којих је најзначајнија расподела инструмената зајма. Уколико између пореских обвезника и власника обвезница зајма не постоје разлике, неће доћи до суштинског трансфера средстава, али уколико то нису иста лица, стварне трошкове сносиће тзв. нето порески обвезници (*net taxpayers*), док ће стварне користи имати „нето држаоци обвезница“ (*net bond holders*). За разлику од примарног терета који се не може трансферисати будућим генерацијама, секундарни терет може бити пренет, због чега влада мора водити рачуна приликом доношења одлуке о употреби зајма (Ibid).

Држава као дужник мора водити рачуна о свим трошковима и користима употребе јавног зајма. Владе често сматрају да смањењем периода на који је закључен зајам могу се систематски смањити и просечни трошкови задуживања, јер у обзир узимају најмању вредност очекиваних користи за одређени степен ризика (Piga, 2001: 26). У структурирању јавног зајма мора се водити рачуна о томе да зајам има кратак рок доспећа и да обвезнице буду индексирани, односно деноминирани у иностраној валути (Dornbusch, Draghi, 2004: 5–6). Поред ризика који се јављају на финансијском тржишту, владе морају водити рачуна и о операционалним, кредитним и ризицима поравнања. У циљу избегавања последица финансијских и економских криза, савремена политика управљања јавним зајмом све више потенцира коришћење обвезница које су ценовно индексирани (на супрот обвезницама са фиксно утврђеним профитом) јер се у условима инфлације приходи од првопоменутих обвезница повећавају (Ibid, 27–28). Како се тржиште финансијских деривата у последњим деценијама интензивно развија, државе попут *Француске* и *Немачке* су преко својих агенција за управљање јавним зајмом посебну пажњу посветиле предностима и трошковима коришћења свопова у циљу смањења трошкова задуживања (Ibid, 29).



## 6. Стратегија управљања јавним зајмом

Стратегију управљања јавним зајмом утврђује влада (тј. канцеларија задужена за област јавног задуживања државе) у форми предлога који подноси *министру финансија*. Потом, министар финансија одобрава стратегију или је враћа на поновно усаглашавање, на основу мишљења које добија од *саветодавног одбора* за управљање јавним дугом. Саветодавни одбор настоји да у својој анализи предлога стратегије усагласи циљеве државне администрације и других регулаторних агенција, који су посредно условљени реглементираним правилима предлога стратегије. Коначну одлуку о структури стратегије доноси министар финансија (*Guidelines for Public Debt Management: 2004*).

У пракси, стратегија може имати *двојаки облик*. Може се јавити у форми *водича (guidelines for public debt management)* или *одредница (penepa)* портфеља дуга (*strategic benchmark*). Стратегија у форми водича упозорава повериоце јавног дуга на ризике скопчане са његовом отплатом (мислимо на ризик од промена у висини каматне стопе позајмљеног капитала, ризик од промена режима девизног курса и ризик рефинансирања). Стратегија мора задовољити и услов *јавности*, у смислу да као званични правни акт владе буде представљена јавности путем медија (на сајту канцеларије за управљање јавним дугом) или у годишњим извештајима регулаторног тела. Одредница портфеља јавног дуга као други модалитет стратегије односи се на постизање жељеног стања портфеља деоница јавног дуга, што се изражава одређеним квантитативним показатељима (Malecky, 2007: 3–6). Стратегија би требало да пружи и одговор на питање избора мера и инструмента које стоје на располагању држави ради смањења јавног дуга. Кључне мере које се предвиђају стратегијом, а које требају допринети смањењу удела домаћег бруто производа у јавном зајму (земаља у транзицији) односе се на продају државне имовине (предузећа) на тендерима, која не спадају у државне монополе (снадбевање водом, електричном енергијом, гасом и друго). Алтернативни начин смањења јавног дуга би била продаја неактивних државних ресурса (зграде, други грађевински објекти, пољопривредно земљиште). Новчана средства остварена поменутих мерама омогућиће исплату доспелих новчаних обавеза, чиме ће се директно смањити и оптерећења камата за наредне буџетске године.

У поступку реглементирања садржине стратегије важно је успоставити контролу при одобравању инвестиционих пројеката (у смислу да се мора водити рачуна о њиховом приоритету). Како у свакој држави постоји потреба за адекватним статистичким извештавањем јавности о

тренутном стању јавног дуга, неопходно је извршити и редифинисање и усаглашавање основних дефиниција јавног дуга предвиђених буџетским и другим законима. Код поменутих мера неопходно је успоставити строгу законску контролу у циљу спречавања арбитрарног поступања овлашћених лица задужених за њихову имплементацију због присутних облика сиве економије. На овом месту морамо истаћи чињеницу да је управљање државном имовином један од основних задатака тзв. *новог јавног менаџмента (new public management)*, под којим се подразумева увођење принципа тржишног понашања и мерења ефикасности у јавном сектору, у склопу његових административних и финансијских реформи. Конститутивисање националних регистара имовине, информационих система о њеном стању и употреби, уз централизацију надзора у погледу управљања – такође је задатак реформи јавног сектора (Roје, 2011: 238–245). У обликовању концепта политике управљања јавним зајмом морамо правити дистинкцију између појмова *управљања* и *власништва*. У законским прописима многих земаља истиче се да су власници државне имовине грађани којима влада подноси извештај о раду и политички је одговорна, али да имовином управља у њихово име и за њихов рачун (примери законских прописа *Новог Зеланда, Кине, Сингапура, Русије, Велике Британије*). Често организационо решење у систему управљања државном имовином јесте оснивање посебних *агенција за управљање имовином (asset management companies)*. Да би деловање ових државних органа било ефикасно, неопходно је да се придржавају принципа тржишне усмерености, транспарентности, професионалности и понашања *доброг домаћина*. У литератури се *Кина* често наводи као пример државе са успешним концептом управљања јавном имовином и увођења корпоративне културе у јавни сектор (Roје, 2011: 247).

У дефинисању оптималне стратегије за управљање јавним дугом морамо узети у обзир и проблем *пореске конкуренције*. Питање које желимо да поставимо је да ли пореска конкуренција појачава асиметрије исплате доспелих новчаних обавеза државе на име уписаног јавног зајма? Тачније, можемо се запитати како се терет враћања јавног зајма респодељује између пореза и јавне потрошње? С обзиром на то да пореска конкуренција доприноси снижавању пореских стопа (чиме се убира мање пореских прихода, под условом да не долази до проширења правно-економског чињеничног стања обухваћеног пореском нормом тј. пореске основице), битно се утиче на могућност државе (дужника) да о доспелости врати позајмљена средства. Искуства земаља чланица ЕУ нам показују да обавеза враћања јавног дуга смањује јавне инвестиције више него било који други сегмент јавне потрошње. Обавеза сервисирања јавног дуга утиче на повећање укупно убраних пореских прихода (изражених као проценат

ДБП-а) и оштрије опорезивање капитала (Barro, 1981). Парадоксално, покушај *фискалне консолидације* не доприноси конвергенцији циљева фискалне политике и политике јавног дуга, већ увећава постојећи обим задуживања јавног сектора (Krogstrup, 2004: 3–28)

У обликовању стратегије за управљање јавним зајмом морамо се осврнути и на праксу која постоји у монетарном праву Европске уније. Немогућност финансирања доспелих обавеза јавног дуга земаља чланица ЕУ у условима глобалне финансијске кризе захтевала је озбиљну реакцију зарад очувања стабилности унутар еврозоне. Значајан корак на том путу јесте потписивање *Споразума о европском стабилизационом механизму* (ЕСМ), којим је фактички установљен облик колективног јемства за јавни дуг.<sup>1</sup> Поступак аплицирања за пружање финансијске помоћи ЕСМ-у је строго формулисан и подразумева кумулативно испуњење услова који се тичу процене постојања ризика за финансијску стабилност еврозоне у целини или држава чланица, тј. процене одрживости јавног дуга и стварне или потенцијалне потребе финансирања конкретне државе (чл. 12). Уколико су ови услови испуњени, управни одбор ЕСМ налаже Комисији да започне преговоре са државом у циљу закључења *меморандума о сарадањи* (*memorandum of understanding*). Овим актом се детаљно утврђују сви недостаци у сфери јавних финансија који се требају решити финансијском подршком. Упоредо са овим преговорима, генерални директор ЕСМ настоји да стипулише *предлог уговора о финансијској подршци* у коме се експлицитно разрађују сви услови пружања помоћи и обавезе уговорних страна.

Поред поменутих облика финансијске подршке, ЕСМ је предвиђена и *клаузула колективне акције* (*collective action clauses*) на основу које све државе чланице морају од 1. јануара 2013. укључити ову клаузулу у новоemitоване хартије од вредности чији је рок доспелости дужи од једне године. Смисао ове клаузуле је да омогући повериоцима са највећим уделом да промене услове обвезница (у смилсу реструктурирања дуга), при чему ова клаузула обавезује и мањинске повериоце (Голубовић, 2012: 157). Ова клаузула је конзистентна клаузулама које постоје у англосаксонском и англоамеричком монетарном праву, превасходно *клаузули агрегације* (*aggregation clause*) која подразумева да се свим државним обвезницима посвећује подједнака пажња приликом закључивања споразума о јавном зајму. Ипак, клаузула агрегације се налази и у функцији заштите мањинских повериоца и захтева постојање квалификоване већине за промену услова отплате

---

1 Treaty establishing European Stability Mechanism, D/12/3, Brussels, 1 February 2012, OJL 91, 6.4.2011. Овом споразуму је претходило усвајање Споразума о европском механизму за финансијску стабилност и Споразума о конституисању Европске финансијске установе, која је 2013. године трансформисана у Европски стабилизациони механизам.

зајма у околностима када је дужник инсолвентан. Механизам клаузуле колективне акције је практично омогућио партиципацију приватног сектора у политици управљања јавним зајмом у околностима када држава доживи фискални мораторијум или се налази на прагу банкротства.

## 7. Управљање јавним зајмом у Републици Србији

Правни оквир управљања јавним дугом у Србији дефинисан је одредбама Закона о буџетском систему и Закона о јавном дугу, као и Стратегијом управљања јавним дугом (од 2013. до 2015. године) и Фискалном стратегијом (за 2013. годину са пројекцијом за 2014. годину и 2015. годину).<sup>2</sup> Према Закону о јавном дугу (Службени гласник РС, бр.61/05, 107/09, 78/11), као правном основу задуживања државе, јавни дуг јесте „дуг републике који настаје на основу уговора које закључи република; дуг републике на основу хартија од вредности; дуг републике по основу уговора, тј. репограмираним обавезама раније закључених уговора које је република преузела; дуг републике који настаје на основу гаранције или непосредног преузимања у својству дужника на основу дате гаранције или контрагаранције; као и дуг локалне власти и правних лица чији је оснивач република (и за које је дала гаранцију)“. Јавни дуг Србије се дели на директне и индиректне обавезе, тј. обавезе у име и за рачун Републике, које произилазе из гаранција и које су емитоване од стране Републике у корист других правних лица. Директне и индиректне обавезе се деле на унутрашњи и спољашњи дуг, зависно од тога да ли су настале задуживањем на домаћем или иностраном тржишту.<sup>3</sup> Зависно од текућег стања дуга и пројекције отплате, очекује се да у предстојећем периоду годишње доспе око 800 милиона евра, при чему су потребе за сервисирањем дуга једнако распоређене у периоду од 2011. до 2016. године, а најзначајнија појединачна обавеза јесте отплата старе девизне штедње (која доспева за наплату до 2016. године).

Процедура доношења стратегија у домаћем буџетском праву слична је методологији која постоји у упоредном законодавству. Министар финансија управља јавним дугом и припрема стратегију, која се доставља влади на усвајање једном годишње. Стратегија је била саставни део Меморандума о буџету и економској и фискалној политици (сада Фискалне стратегије) за посматрану буџетску годину и наредне две фискалне године (Стакић, Јездимировић, 2012: 205–258). Приликом израде средњерочне стратегије јавног дуга коришћене су анализе трошкова и ризика засноване на различитим пројекцијама. Основни сценарио (мисли

---

2 Закон о јавном дугу (Службени гласник РС, бр. 61/05, 107/09, 78/11).

3 Закон о Агенцији за осигурање депозита, Службени гласник РС, бр. 61/05, 116/08 и 91/10.

се на услове који диктирају враћање јавног дуга) односи се на праћење промена девизног курса и референтних каматних стопа на страном тржишту. Поред дефинисања основног сценарија, предвиђена су још четири *додатна* сценарија, прилагођена евентуалним макроекономским шоковима и шоковима у примарном буџету. *Допунски сценарио* се односе на: 1) *депресијацију динара у односу на амерички долар од 25 процената* (при чему би девизни курсеви требало остати непромењени – мада овај сценарио нема директног утицаја на домаћу економију, постоји посредан утицај), 2) *депресијацију динара у односу на све валуте од 25 процената* (при чему се претпоставља да су валутни курсеви стабилни у целом свету, а да би само динар депресирао), 3) *повећање каматних стопа на међународном тржишту* (у случају опоравка светске економије требало би доћи до повећања каматних стопа и смањене контроле централних банака) и 4) *повећање каматних стопа на домаћем тржишту за 5 процената* (што је сценарио предвиђен за случај високе инфлације и волатилности курса према еврју).

У сарадњи са експертима светске Банке, *Управа за јавни дуг* применила је тзв. *Модел средњерочне стратегије (Medium Term Debt Strategy Model-MTDS)* у циљу што ефикаснијег управљања јавним дугом. Том приликом су утврђене и *алтернативне стратегије финансирања* које се односе на финансирање јавног дуга путем емисије евробезница (на различити временски рок) додатне емисије државних хартија од вредности у динарима. Политика управљања јавним дугом се доноси за дужи временски период, али не смемо заборавити да се одлука о финансирању буџетских издатака доноси на годишњем нивоу у оквиру буџетског закона. Чиниоци који отежавају имплементацију стратегије се односе на (не)стабилност макроекономске ситуације у земљи у смислу ефикасне наплате пореза, нивоа незапослености, инфлације, девизног курса, токова у светској економији, спољнотрговинских партнера и достигнутог степена фискалне децентрализације, тј. могућности задуживања локалних нивоа власти.<sup>4</sup>

## 8. Закључак

Политика управљања зајмом мора се посматрати као самосталан сегмент економске политике који располаже посебним законским мерама и инструментима, а не као саставни део фискалне и монетарно-кредитне политике, као што се то традиционално сматрало у финансијској

---

<sup>4</sup> *Стратегија управљања јавним дугом од 2013. до 2015. године*. Доступно на: <http://upravazajavnidug.rs>. Упореди са: *Закон о буџетском систему, Службени гласник РС, бр. 54/09, 73/10*.

литератури. У креирању оптималне политике управљања јавним зајмом посебна пажња се мора посветити усвајању неопходних монетарно-правних и финансијско-правних аката у циљу заштите интереса државе као дужника и повериоца јавног зајма (физичких и правних лица) на оптималан начин. *Мишљења смо* да је поред регламентирања ефикасних решења у домаћем закону о буџетском систему и закону о јавном дугу, неопходно створити услове за формирање и јачање позиција стручних и независних агенција за управљање јавним зајмом по угледу на сличне органе у државама које имају богату праксу у овој области. У заштити интереса државе, централно место у политици управљања јавним зајмом заузимају стратегије за управљање јавним зајмом које мора бити транспарентне, садржински добро конципиране и функционално усклађене са инструментима фискалне и монетарно-кредитне политике ради постизања жељених макроекономских циљева у погледу тржишне стабилности. *Према нашем мишљењу*, непоштовање фискалних правила и циљева утврђеним стратегијама за управљање јавним зајмом требало би за последицу да има строже правне санкције, као и јасно дефинисану фискалну одговорност надлежних органа за њихово непоштовање не би ли се тако избегле последице попут фискалног мораторијума или банкрота државе.

## Литература

- Анђелковић, М. (2012). *Јавне финансије и финансијско право*. Ниш: Центар за публикације Правног факултета. 272–274
- Barro, R. J. (1981). *Public Debt and Taxes*. U *Money, Expectations and Business Cycles, Essays in Macroeconomics*. The University of Rochester, New York and National Bureau of Economics Research. Cambridge-Massachusetts. 227–245
- Blanchard, O. (2000). *The Sustainability of Fiscal Policy: New Answers to an Old Question*. The OECD Economic Studies. No. 15. 1–36
- Brummerhoff, D. (2000). *Јавне финансије*. превод Перо Јурковић, Ђуро Њваро. МАТЕ. Загреб. 383–389
- Buchanan, J. M. (1999). *Public Principles of Public Debt*. U *The Collected Works of James M. Buchanan*. Volume 2. Liberty Fund. Indianapolis. 1–7
- Colignon, S. (2011). *Fiscal Policy and the Sustainability of Public Debt in Europe*. International Economic Review. Vol. 53. Issue 2. 539–560
- Currie, E., Dethier, J., Togo, E. (2003). *Institutional Arrangements for Public Debt Management*. World Bank Policy. Research Paper. No. 3021. 22–65

Dornbusch, R., Draghi, M. (2004). *Public Debt Management: Theory and History*. Cambridge: Cambridge University Press. 5–17

Ford, R., Laxton, D. (1999). *World Public Debt and Real Interest Rates*. Oxford Review of Economic Policy. Vol. 15. No. 2. 77–91

Голубовић, С. (2012). Фискална правила у Европској монетарној унији. Ниш: Центар за публикације Правног факултета. 155–157

*Guidelines for Public Debt Management: Accompanying Document and Selected Case Studies*. The International Monetary Fund and the World Bank. Washington D. C. 2004

Krogstrup, S. (2004). *Public Debt Asymmetries and Tax Competition*. EPRU Working Paper Series. Economic Policy Research Unit. University of Copenhagen. Denmark. 3–28

Malecky, M. (2007). *A Cross-Country Analysis of Public Debt Management Strategies*. Policy Research Working Paper, No. 4287. The World Bank, Banking and Debt Management Department. 3–6

Марић, Ж. (2012). *Јавни дуг и дужничка криза (примјер Босне и Херцеговине)*, *Oeconomica Jadretina*. Vol. 2. 32–34

Lienert, I. (2005). „*Are Laws Needed for Public management Reforms? An international Comparasion?*“. IMF Working Paper. No 05/32. 3–4

Neck, R., Strum, J.E. (2008). *Sustainability of Public Debt*. The MITT Press. London, Massachusetts, London

Piga, G. (2009). *Derivates and Public Debt Management*. ISMA in cooperation with the Council on Foreign Relations. Zurich and New York. 25–29

Роје, Г. (2011). *Кључне поставке и активности у систему управљања државном имовином*. У Хрватски јавни дуг: Управљање и изазови развоја тржишта. Загреб: Институт за јавне финансије. 238–245

Стакић, Б., Јездимировић, М. (2012). *Јавне финансије*. Универзитет Сингидунум. 205–258

Stasavage, D. (2003). *Public Debt ant the Birth of Democratic State: France and Great Britain, 1688-1789*. Cambridge: Cambridge University Press. 1–19

Storkey, I. (2006). *Sound Practise*. U Michael Williams and Paul Brione, *Government Debt: New Trends and Challenges*, London, Central Banking Publication, 2006

Treaty Establishing European Stability Mechanism. D/12/3. Brussels. 1 February 2012. OJ L 91. 6.4.2011

Шваљек, С., Андабака-Бадурина, А. (2011). *Управљање јавним дугом прије, тијekom и након кризе*. У Хрватски јавни дуг: Управљање и изазови развоја тржишта. Загреб: Институт за јавне финансије. 5–32

World Bank and IMF. *Guidelines for Public Debt Management*. Washington D.C. 2001

Wheeler, G. (2004). *Sound Practice in Government Debt Management*. Washington D. C. The World Bank

Закону о јавном дугу. Службени гласник РС. Бр. 61 (2005), 107 (2009) и 78 (2011)

Закон о Агенцији за осигурање депозита. Службени гласник РС. Бр. 61 (2005), 116 (2008) и 91 (2010)

Закон о буџетском систему. Службени гласник РС. Бр. 54 (2009), 73 (2010), 101 (2010), 101 (2011) и 93(2012)

Закону о јавном дугу. Службени гласник РС. Бр. 61 (2005), 107 (2009) и 78 (2011)

Стратегија управљања јавним дугом од 2013. до 2015. године

[www.upravazajavnidug.rs](http://www.upravazajavnidug.rs)



**Marko Dimitrijević, LL.B.**

Teaching Assistant,

Faculty of Law, University of Niš

**PUBLIC LOANS MANAGEMENT: LEGAL AND ECONOMIC CONSEQUENCES  
CONCERNING THE POSITION OF THE DEBTOR STATE**

**Summary**

*The subject matter of analysis in this paper is the normative regulation of public loans management in modern monetary law. In this regard, the author indicates the reasons why the public loan management policy must establish a special normative framework beyond the existing legislation in the area of fiscal or monetary-credit policy, in order to provide for the optimal protection of the interests of the state. The legal solutions in the public loans management policy must be consistent with the concept of fiscal sustainability, which is equally important for the country as a debtor and for international organizations as a loan creditor. Restrictions on the use of public loans as an instrument for financing public expenditures are defined in the legal provisions on the budget system, special provisions on public debt and provisions on the fiscal responsibility of the government. In this research, the author particularly focuses on assessing the public debt management strategy, which enables the harmonization of the basic definitions on public loans provided in the budget and other laws, prevents the arbitrary actions of the competent state bodies and contributes to reducing the total amount of public debt.*

*By applying the public debt management strategy, it is possible to prevent (reduce) the legal and economic consequences of unsuccessful public loan management in the form of collapsing authority of state governments and financial moratorium (bankruptcy). The author examines the experiences of EU Member States in the public loan management in order to identify the optimal mode of operation and application of monetary law in the field of public debts and, eventually, provide some recommendations de lege ferenda in domestic law.*

**Key words:** public loan, public debt, monetary law, fiscal sustainability, fiscal rules, the European Union.

