

*Даница Тасић,  
асистентни истраживач, Правни факултет  
Универзитета у Београду*

## Управљање јавним дугом

### Резиме

Управљање јавним дугом бави се оценом аргумената за активно укључивање владе у процес управљања, не занемарујући при томе, недавне трендове у развоју истраживања дугова. Уколико се управљање јавним дугом одвија у складу са истраживачким принципима, влада рационално управља новцем својих пореских обвезника. Подстицајући развоја истраживања дугова могу бити оштрије (развој финансијских истраживања) и посебне (ефикасности задуживања) природе. Примарни разлог развоја истраживања обвезница у највећем броју земаља везује се за финансирање фискалног дефицита. Присуство истраживачких инструмената олакшава управљање ризиком. Централна банка, иакође, има вишеструки интерес при управљању јавним дугом. Фундаментално, емисија владиних обвезница спречава инфлаторно финансирање фискалног дефицита, повећавајући ефективност монетарне политике. Многе централне банке су због надзорне улоге при систему поравнања одговорне за стабилности целокупног финансијског система.

**Кључне речи:** јавни дуг, фискални дефицит, управљање јавним дугом, истраживања дугова, истраживања владиних обвезница, монетарна политика, истраживачки инструменти за управљање дугом.

### Уводна разматрања

Под јавним дугом подразумевају се акумулирана, позајмљена новчана средства државе, односно, сума свих потраживања која према јавном сектору имају његови повериоци у одређеном тренутку.<sup>1)</sup>

Јавни дуг, уопште, представља укупну задуженост државе према домаћим или страним повериоцима у одређеном тренутку и обухвата све износе које је прикупљала држава ради покривања буџетског дефицита насталог у прошлости. Буџетски дефицит, као вишак јавних расхода над јавним приходима стални је пратилац привредне активности у развијеним тржишним привредама и привредама у транзицији. Управљање буџетским дефицитом, један је од главних задатака фискалне политике, с обзиром да у коначном обрачуна мора бити уравнотежен са нето штедњом приватног сектора и нето извозом. Успостављање макроекономске равнотеже захтева постојање знака једнакости између стања на капиталном, буџетском и текућем рачуну.

Неопходно је, међутим, повући линију разграничења између буџетског дефицита и јавног дуга. Буџетски дефицит представља вишак јавних расхода над јавним приходима у одређеном периоду (најчешће годину дана). Јавни дуг, у одређеном временском тренутку, чини збир свих буџетских дефицита остварених у претходном периоду. Када се говори о јавном дугу, мисли се на кумулиране буџетске дефиците које је држава финансирала задуживањем. Држава повећава јавни дуг, када бележи буџетски дефицит. Јавни дуг представља варијаблу стања, мерену у некој датој тачки у времену, док буџетски дефицит представља варијаблу тока, мерену у одређеном временском периоду.<sup>2)</sup>

Утврђивање укупне задужености јавног сектора није, међутим, изузето од проблема с обзиром да је тешко одредити обухват јавног сектора у привреди. Са извесношћу се може рећи да у јавни дуг улазе задуживања централних и локалних органа власти. Међутим, поставља се питање да ли су и дугови јавних предузећа, државних агенција, установа за социјално осигурање и других „националних“ фондова такође део јавног дуга?

Уколико се пође од уобичајене дефиниције јавног сектора, они такође представљају интегрални део јавног дуга, али у пракси великог броја земаља то није случај, па је посебно код међународних поређења потребно водити рачуна о проблему различитог обухвата јавног дуга. Такође, обухват јавног сектора се разликује од земље до земље, тако да је Међународни монетарни фонд (енг. International Monetary Fund-IMF) развио статистички систем јавних финансија тзв. GFS методологију (Government Finance Statistic), која једнообразно и релативно прецизно дефи-

1. Вид.: Zoran Bubaš, *Јавни дуг у Republici Hrvatskoj, Financijska teorija i praksa*, br. 1/2001, стр. 1-3.

2. Вид. о томе опширније: *О јавном дугу* (у: *Економика јавног сектора-стање, проблеми и могућа ређења*, ред. Katarina Ott - Marina Kesner-Škreb - Anto Bajo - Predrag Bejaković - Zoran Bubaš, *Newsletter* br. 4, Institut za javne financije, Zagreb, 2000, стр. 15-18).

нише јавни сектор.<sup>3)</sup> Полазећи од GFS методологије, јавни дуг можемо да дефинишемо као суму задужења државног буџета, ванбуџетских фондова и јединица локалних самоуправа (локалних власти).<sup>4)</sup>

У зависности од тога да ли они дугују повериоцима у земљи или иностранству разликују се унутрашњи и спољни дуг.

*Унутрашњи јавни дуг* представља дуг државе према домаћим повериоцима, чија отплата представља прерасподелу куповне моћи пореских обвезника, онима који су у прошлости били повериоци јавног дуга.<sup>5)</sup>

*Спољни јавни дуг* представља дуг државе према иностраним повериоцима, при чијој отплати средства излазе из земље повећавајући спољнотрговински дефицит.

Јавни дуг често се поистовећује са државним дугом, с тим што се, ипак, намеће потреба за одређеним разграничењем. Ова два појма поклапају се, једино у ситуацији када се ради о унутрашњем јавном дугу, тј. о задужењу општег сектора државе. Када је реч о спољном дугу државе, ради се о много ширем појму с обзиром да он поред задужења јавног сектора, обухвата и задужења осталих привредних субјеката, попут банака, предузећа и домаћинства.

Такође, треба разликовати јавни дуг од јавног зајма, будући, да је појам јавног зајма ужи, и представља, само један од начина његовог финансирања. Јавни зајам је у „одређеном смислу приход државе настао из уговорног односа са повериоцима (у највећем броју случајева ради се о субјектима приватног права), с тим што треба узети у обзир да приходи по основу јавног зајма нису коначни, јер постоји потреба да се у наредним годинама у буџетима утврде посебне ставке које гласе на износе за исплату камате“.<sup>6)</sup>

### Политичка економија јавног дуга

Изучавање настанка јавног дуга полази од следећих теорија: теорије нормативног приступа и теорије позитивног приступа. **Нормативан приступ** се односи на економску анализу усмерену на успостављање начела за оптимално остваривање задатака из политике јавног дуга, док **позитиван приступ** истражује и ефекте по-

3. GFS методологија је усклађена са Системом националних рачуна и другим статистикама (пр. монетарна статистика). С обзиром на обухват јавног сектора ни ГФС методологија није савршена. Јавни сектор је у прикупљању статистичких података ограничен, јер не обухвата јавна предузећа и монетарне институције. Међутим, у земљама у транзицији, примена јединственог система класификације ипак представља напредак ка јасном и јединственом статистичком обухвату јавног сектора.
4. Вид.: Зоран Бубаш, *op. cit.*, стр. 7.
5. Вид.: Marina Kesner-Škreb, **Financiranje javnog duga**, Pojmovnik javnih financija, *Financijska teorija i praksa*, 18 (6), 1994., стр. 669-672.
6. Вид.: Дејан Поповић, **Наука о порезима и пореско право**, COLPI, Будимпешта и Савремена администрација, Београд 1997., стр. 13.

литике јавног дуга, тј. разлоге због којих се стварна фискална политика разликује од оптималне фискалне политике.<sup>7)</sup>

У основи нормативних приступа налази се претпоставка о постојању алтруизма код доносиоца политичких одлука. Наиме, данас се у оквиру економије јавног сектора посебна пажња поклања политичком процесу у којем се доносе релевантне одлуке. Процес доношења политичких одлука, би паралелно са тржишним механизмом, требало да доведе до успостављања оптималне алокације економских ресурса.

Теоријску основу нормативног приступа чине: *кејнзијанска теорија дефицитарног финансирања* и *теорија уједначавања пореза*, чији је заговорник Robert E. Ваго. Заједничко је, за обе теорије, да оправдавају задуживање, као и да га у одређеним околностима сматрају најбољим инструментом финансирања државе. *Кејнзијанска теорија* сматра да у условима привредне депресије држава може да подстакне привредни раст дефицитарним задуживањем. Наиме, у периодима привредне депресије држава треба да интервенише повећањем својих расхода односно трансферних давања, или пак смањивањем пореза, у циљу повећања агрегатне тражње и успостављања нарушене привредне равнотеже.<sup>8)</sup>

*Теорија уједначавања пореза* стоји на становишту да дефицитарно финансирање нема никаквог утицаја на агрегатну тражњу, налазећи при том, да је употреба дуга пожељна, код премошћавања краткорочних дефицита финансирања државе (услед текуће неликвидности). Разлог се налази у стабилним пореским стопама које премошћују мртав терет опорезивања.<sup>9)</sup>

Позитиван приступ полази од става да је циљ доносиоца политичких одлука максимизација властитих интереса. Увођење политичко-институционалних чинилаца у расправу о јавном дугу приписује се припадницима школе јавног избора (Brennan, J. Buchanan, G. Tullock, Wagner, и други). Представници теорије јавног избора настанак фискалног дефицита и јавног дуга повезују с рационалним понашањем политичара, чији је циљ максимизација корисности. Њихова се корисност остварује реизбором, при чему кључни фактор представљају гласови бирача. Повећано опорезивање доводи до губитка гласова, а раст државних расхода до пораста броја гласова. Понашање политичара рефлектује се на државни буџет на следећи начин: износ прихода и расхода се повећава до оне тачке у којој су маргинални трошкови већег пореског терета (изражени бројем изгубљених гласова) једна-

7. Упоред. преглед ставова о томе у: Sandra Švaljek, **Fiskalni deficit i javni dug: politika, teorija i empirija**, doktorska disertacija, Економски факултет, Загреб, 2000.

8. Вид.: Гордана Илић-Попов, **Активна фискална политика и синтетичко опорезивање дохотка грађана**, магистарски рад, Правни факултет, Београд, 1991., стр. 21.

9. Мртав терет опорезивања или вишак пореског терета представља губитак вишка (потрошачког или произвођачког) у привреди који настаје увођењем пореза. Наиме, потрошачи и произвођачи су изгубили више него што је држава увођењем пореза добила. Величина мртвог терета опорезивања расте са квадратом пореске стопе (ако се пореска стопа удвостручи, вишак пореског терета се четворостручује). Они су показатељ неефикасне алокације ресурса, коју изазивају дисторзивни порези.

ки маргиналној корисности од већих расхода (израженој бројем добијених гласова). Alesina и Perotti наводе шест основних скупова модела политичке економије јавног дуга:<sup>10)</sup>

- модел школе јавног избора;
- модел међугенерациске прерасподеле;
- модел просторне расподеле интереса;
- модел који ставља нагласак на важност буџетских институција;
- модели с јавним дугом као стратешком варијаблом; и
- модел коалиционих влада.

### Макроекономски аспекти развоја тржишта дуга

Попут развијених индустријских земаља и у привредама у развоју су тржишта јавног дуга подложна променама под утицајем унутрашњих и спољних фактора. Најважнији међу унутрашњим чиниоцима односи се на развој институционалне структуре, микроструктуре тржишта обвезница, и развој финансијских тржишта уопште. Унутрашња и екстерна финансијска либерализација и дерегулација повећала је конкурентност међу емитентима, портфолио прилагођавања међу инвеститорима и довела до унапређења пружања финансијских услуга и ризика управљања. Већи значај за целокупан развој тржишта дуга, ипак су имали екстерни чиниоци, попут, фискалног прилагођавања, макроекономске стабилизације, широк капиталних токова, укључујући кризе финансијских тржишта у периоду од 1997.-1998. године, повезане са реформама банкарског и корпоративног сектора.<sup>11)</sup>

Базирана на искуству индустријских земаља, посебно САД, потреба финансирања буџетског дефицита ширег јавног сектора, и избегавање финансирања из примарне емисије (монетарно финансирање), кључне су макроекономске полуге које одликују развој тржишта дуга. Симптоматично је, међутим, да привреде у развоју почињу да се ослањају на тржиште обвезница. Наиме, монетарно финансирање је стопирано, као резултат веће независности централне банке и њене усредсређености на успостављање стабилности нивоа цена, као главног циља монетарне политике. Унакрсна веза између фискалног дефицита (израженог у процентима у односу GDP), акумулисаног од 1995. године и величине тржишта дуга јавног сектора потврђује да су земље са већим фискалним дефицитом емитовале већи број обвезница јавног сектора на домаћим и иностраним тржиштима (нпр. Чиле, Хонг Конг и Малезија су емитовале већи број обвезница у циљу развоја тржишта дуга).<sup>12)</sup>

10. Вид.: А. Alesina - R. Perotti, *The Political Economy of Budget Deficits*, IMF Working Paper, International Monetary Fund (WP/94/85), 1994.

11. Вид.: D. Mihaljek, Michela Scatigna and Agustin Villar, *Recent trends in bond markets*, BIS Papers No. 11, Bank for International Settlements, 2003, стр. 18-22.

12. Вид.: D. Mihaljek, Michela Scatigna and Agustin Villar, *op. cit.*, стр. 21.

Финансијска криза која је наступила у другој половини 1990. године, као и потреба да се финансирају ванредни трошкови банкарског и корпоративног реструктурирања додатни су мотив за развој тржишта дуга. У привредама у развоју, трошкови реструктурирања банака износе више од 10% GDP. Влада обично финансира ове трошкове емитовањем дугорочних обвезница на домаћим тржиштима.

### **Капитални токови и тржишта дуга**

Потреба стерилизације ширих токова капитала, често повезана са програмима приватизације, представља додатни мотив за развој тржишта дуга. У многим земљама централне банке су иницијално стерилисале њихове токове путем краткорочних записа, премда су економије у развоју постепено почеле да емитују дугорочне државне записе. Постоји позитивна веза између нето приватних токова капитала и величине тржишта дуга јавног сектора.

### **Економски раст и тржишта дуга**

Историјски посматрано, тржишта дуга су се развила као одговор на тражњу корпоративног сектора за финансијским улагањем. Током свог развоја многе фирме пре или касније приступају тржишту дуга, како би дошле до додатног капитала за финансирање свог пословања. То имплицира позитивну економску везу између реалног привредног раста и величине тржишта дуга.

Када се посматра тржиште корпоративних обвезница, веза између привредног раста и величине тржишта корпоративног дуга много је слабија. Једино су Кореја и Малезија stand out као земље са високим растом развиле релативно велико тржиште корпоративних обвезница. С друге стране, компаније у Кини, Индији, Мексику и Пољској, у стању су да финансирају бржи раст без ослањања на финансирање путем обвезница.

Постојање јаке везе између привредног раста и величине тржишта јавног дуга с једне стране, и слабе везе између привредног раста и величине тржишта корпоративног дуга с друге стране, имплицира јаку повезаност реалног раста са величином тржишта јавног дуга. Историјско искуство САД, указује на то да би тржишта јавног дуга могла генерисати позитивне екстерне ефекте за развој осталих начина финансирања, попут, банкарских кредита и капиталног финансирања (енг. equity financing) и на тај начин посредно допринети привредном расту.

### **Инфлација и тржишта дуга**

Ниска инфлација је у економској литератури одређена као основни предуслов за развој тржишта дуга. Попут транспарентних јавних финансија, ниска инфлација је такође важна за стварање подстицаја за инвеститоре и за олакшавање

развоја тржишта са фиксним приходима хартија од вредности. Висока инфлација и буџетски дефицит стварају дисторзије у економском понашању, фаворизујући краткорочне спекулативне пројекте и обесхрабрујући дугорочне инвестиционе пројекте који воде у одрживи економски развој. Веће ослањање на емисију домаћих обвезница при нижој инфлацији може водити смањеном емитовању међународних обвезница.

У периоду од 1995.-2000. године, чинило се, да је веза између инфлације и величине тржишта дуга слаба. У низу земаља са ниским кумулираним порастом инфлације, могу се поред оних са већим домаћим тржиштима јавног дуга, попут Кореје и Малезије, наћи и оне са малим тржиштима јавног дуга у односу на GDP, попут Аргентине и Хонг Конга. Једино је Мађарска поред кумулираног пораста инфлације успела да емитује релативно већи број обвезница (око 30% GDP-а) на домаћим тржиштима у току тог периода. Закључује се, да нема показатеља да је нижа инфлација у другој половини 1990. године водила смањеном емитовању међународних обвезница у привредама у развоју.

Поставља се питање када нижа инфлација омогућава земљама да продуже доспелост хартија од вредности за покриће јавног дуга. Када је у периоду од 1995.-2000. године, извођење инфлације било повезано са просечном доспелошћу владиних обвезница, нижу стопу инфлације пратила је дужа доспелост. Неколико земаља попут Бразила, Колумбије, Мађарске и Мексика, су продужиле просечну доспелост владиних обвезница, упркос релативно високој инфлацији, показујући тиме да и остали фактори, такође, играју улогу у продужењу рока доспелости владиних обвезница.

### Финансирање јавног дуга

У савременим финансијама којима је својствен пораст јавног дуга, политика јавног дуга важан је инструмент утицаја економске политике. Шира теоријска расправа око начина његовог финансирања развила се осамдесетих година двадесетог века у Америци, када је након смањења пореза за време мандата председника Регана удео јавног дуга у бруто националном производу био два пута већи у односу на седамдесете године.<sup>13)</sup> Данас је, према критеријумима номиналне конвергенције Мастрихтског споразума (Maastricht agreement) висина јавног дуга (израженог у тржишним ценама) ограничена на 60% удела у бруто домаћем производу-GDP, уз показивање тенденције довољно брзог опадања ка том нивоу.<sup>14)</sup>

Политика управљања јавним дугом подразумева процес успостављања и извршења стратегије финансирања јавног дуга, у циљу повећања суме потребне за његов развој (финансирање), уз вођење рачуна о трошковима, ризику управљања и конвергенцији са осталим циљевима везаним за управљање јавним дугом које

13. Вид.: Marina Kesner-Škreb, *op. cit.*, стр. 669-672.

14. Вид.: Милутин Ђировић, *Девизни курсевци*, Bridge Company, Београд, 2000., стр. 132-135.

поставља Влада, попут, развоја и одржавања ефикасног и ликвидног тржишта за владине хартије од вредности.<sup>15)</sup>

Последице прекомерног задуживања, требало би да предоче фискалним властима тзв. менаџери дуга. Прекомерно задуживање најчешће резултира у високим каматним стопама које могу имати супротан ефекат на реални раст.

Као што добро управљање представља темељ пословне политике предузећа, тако и оптимална политика јавног дуга мора да полази од управљања јавним дугом. Суочавајући се са избором политике јавног дуга свака влада би требало да размотри следећа питања: услове и начин задуживања; пожељан степен ризика; овлашћења, надлежност и одговорност; контролне механизме; ефикасно и одговорно управљање дугом и новчаним вишковима; заштита од ризика и сл.<sup>16)</sup>

Држава може да финансира јавни дуг на један од следећих начина: емисијом хартија од вредности (обвезница), повећавањем пореза или продајом своје имовине. Финансирање јавног дуга путем издавања обвезница је, чини се, најбољи начин за управљање јавним дугом.

Управљање јавним дугом се може посматрати са два аспекта: операције задуживања које предузима влада у циљу финансирања буџетског дефицита и операције централне банке као дела монетарне политике.<sup>17)</sup>

Интервенцију владе на тржишту јавног дуга опредељују разлози теоријске и практичне природе. Након другог светског рата макроекономисти и монетаристи су снажно заговарали активну улогу владе у управљању јавним дугом.

Током осамдесетих и деведесетих година двадесетог века, јавља се тренд либералне политике кретања капитала на међународним и домаћим (националним) финансијским тржиштима. Процес финансијске дерегулације углавном се одвијао у оквиру развијених тржишних привреда, премда се исти могао препознати и код неких привреда у развоју са достигнутим високим *per capita* дохотком.

Деловање владе код управљања јавним дугом се јавља као **активно и пасивно**.<sup>18)</sup>

Alberto Giovannini је, изучавајући у оквиру **активног управљања јавним дугом** два супротстављена режима, где у првом, постоји потпуна регулација финансијског тржишта, у којем влада има пуну контролу над тржиштем, док је у другом тржиште потпуно либерализовано, дошао до следећих закључака:

У првој ситуацији, све финансијске трансакције, било да се ради о новчаним операцијама на отвореном тржишту од стране централне банке, или пак, емисији

15. Вид.: V. Sundararajan – Kenneth G. Lay, **Guidelines for Public Debt Management: Accompanying Document**, International Monetary Fund, November 21, 2002, стр. 11-12.

16. Вид.: **Public Finance Act**, Official Gazette of RS No. 79/1999, 124/2000, 79/2001, 30/02, Republic of Slovenia, MOF.

17. Вид.: Richard Allen, Daniel Thommasi, **Managing Public Expenditure**, OECD, 2001.

18. Вид.: Alberto Giovannini, **Government Debt Management**, *Oxford Review of Economic Policy*, vol.13, Oxford University Press, 1997. No. 4, стр. 44.

хартија од вредности од стране трезора, представљају основне алокативне одлуке и спроводе се само путем административних аката.

Код потпуно либерализованог финансијског тржишта влада конкурише под истим условима који важе и за остале агенте. Органи који наступају у њено име, само су још један субјекат на тржишту, са извесним предностима код поседовања информација. Савремена финансијска тржишта, углавном су слободна и дерегулисана, мада их карактерише одређени облик владине контроле. Многе владе су прешле на тзв. професионално управљање јавним дугом и усвојиле савремене тржишне структуре.<sup>19)</sup>

**Пасивно управљање јавним дугом** обухвата *директивно трговање* (енг. *directional trading*) и *трговање базирано на релативној вредности* (енг. *relative value trading*).

*Директивно трговање* базирано је на информацијама. Уколико влада оцени да се успостављена цена хартија од вредности не поклапа са информациом коју поседује, она има могућност креирања нове стратегије трговања. Овај облик управљања јавним дугом производи следеће ефекте:

- остваривање профита, и уштеда новца пореских обвезника, уколико је информација коју поседује влада била тачна; и
- померање успостављених цена ка постизању конзистентности са информацијама којима располаже влада.

Систем директног трговања управљања јавним дугом темељи се на асиметричним информацијама, па оставља отвореним многобројна питања попут следећих: ко је овлашћен да оцени валидност одговарајуће информације, због чега се информација не објављује, какве ће последице наступити у случају да је влада донела погрешну одлуку, да ли активности владе као актера на финансијским тржиштима могу довести до дисторзија и сл.

Асиметричне информације представљају тржишну деформацију која се огледа у постојању неједнакости у информацијама за доношење текућих одлука, између два субјекта на тржишту. Недостатак информација рађа проблеме у финансијском систему на два фронта: пре почетка (наступања) трансакције и након што је трансакција извршена.<sup>20)</sup> Неприродна селекција је проблем настао услед асиметричних информација пре наступања трансакције. До наступања неприродне селекције на финансијским тржиштима долази, када постоји велика могућност да зајам добије онај зајмотражилац, који се најпреданије бори за њега, а код којег постоји вероватноћа да неће остварити жељени приход. Управо због могућности постојања високог ризика (енг. *bad credit risk*), зајмодаваоци могу одлучити да уопште не одобравају зајмове, иако на тржишту постоје и зајмотражиоци са ниским степеном ризика (енг. *good credit risk*).

19. Вид.: Alberto Giovannini, *op. cit.*, стр. 44-48.

20. Вид.: Frederic Mishkin, *Economics of Money, Banking and Financial Markets*, Pearson Education, Boston, 2000.

Морални хазард је проблем асиметричних информација који се јавља након наступања трансакције. На финансијским тржиштима морални хазард представља ризик који зајмотражилац укључује у своје активности, које су посматране из угла зајмодаваоца неприхватљиве, јер са собом носе неизвесност у погледу повраћаја зајма. Код моралног хазарда услед смањене могућности повраћаја зајма, зајмодаваоци могу одлучити да уопште не одообравају зајам.<sup>21)</sup>

Када принцип непосредног трговања (енг. *directional trading*) једном буде успостављен, дискреционо право коришћења информација може довести до наглог пораста трговања владе, са значајним последицама за финансијско тржиште. Такође, информације које поседује не морају увек да одражавају реалан однос снага на тржишту. Постоје одређени фактори о којима владини службеници не воде довољно рачуна при доношењу одлука. Политички процес, који је резултанта спреге сложених и распрострањених утицаја на владине службенике, један је од таквих фактора.

Могућност погрешне процене при доношењу одлука доводи до губитка новца. Када остали субјекти приватног права послују са губицима, то се рефлектује у смањењу њихове имовине. Уколико, пак, влада услед погрешне процене претрпи губитак, поставља се питање њене одговорности, тим пре, што се ради о новцу прикупљеном од пореских обвезника. Укључивање владе у непосредно трговање носи са собом реалан и озбиљан ризик.

*Трговање базирано на релативној вредности* (енг. *relative value trading*) такође је стратегија пасивног управљања јавним дугом која се не темељи на асиметричним информацијама између тржишта и владе, већ садржи имперфекције у виду неравнотеже између понуде и тражње узроковане ограничењима институционалне и пореске природе уз остале проблеме ликвидности.

На пример, у САД су у последњих четрдесет година, обвезнице које су емитовале општине имале већу ликвидност од оних емитованих од стране Трезора САД. Објашњење због чега су каматне стопе код општинских обвезница ниже у односу на трезорске налази се у чињеници да су камате као приходи од капитала (енг. *interest payments*) на општинске обвезнице изузете од опорезивања федералним порезом на доходак. Изузимање од опорезивања уједно повећава тражњу за овим обвезницама, доводи до раста њихових цена и обарања каматних стопа. У исто време, смањује се тражња за обвезницама трезора, долази до пада њихових цена и пораста каматних стопа.

Постоје примери који сведоче о активностима као делу интервенције владе у виду пружања одређених олакшица на финансијским тржиштима које би могле да ублаже имперфекције. У циљу смањивања трошкова задуживања француска и италијанска влада могу интервенисати на секундарном тржишту дужничких хартија од вредности и тржишту дериватива.<sup>22)</sup>

21. Вид.: Frederic Miskin, *op. cit.*, стр. 235.

22. Вид.: Alberto Giovannini, *op. cit.*, стр. 44-48.

Активности трговања које предузима влада могу ублажити симптоме тржишних имперфекција, мада их не могу одстранити. Поузданији и трајнији начин за њихово редуковање била би пре, регулаторна интервенција.

### **Емисија хартија од вредности од стране трезора**

Структура јавног дуга се може поделити на хартије од вредности којима се тргује и оне којима се не тргује јер су у власништву само првог купца-државних агенција и фондова. Слободно се тргује краткорочним записима, средњорочним и дугорочним обвезницама које се разликују по доспећу од 12 месеци до 40 година. Међутим, већина јавног дуга је у државним обвезницама које имају годишњи отплатни купон и откупљују се по номиналној вредности на дан доспећа. Уколико је финансијско тржиште стабилно и развијено висина каматних стопа се успоставља на основу понуде и тражње за капиталом. Када се појаве поремећаји на тржишту, цене варирају, тако да се јавља потреба за инструментима фискалне и монетарне политике. Фискална политика тежи нижим док монетарна тежи вишим каматним стопама, водећи рачуна о нивоу који неће успорити економски раст. Комбинацијом мера експанзивне фискалне и рестиктивне монетарне политике висина каматних стопа ће се подићи на виши ниво уз повећање дотока финансијског капитала. Приликом издавања хартија од вредности узимају се у обзир очекивања у погледу промене висине каматних стопа у будућности.

Дугорочне обвезнице ће се издавати уколико се очекује раст каматних стопа, док очекивања у погледу пада каматних стопа условљавају издавање краткорочних обвезница.

Државне обвезнице емитује трезор. Једна од ретких и новијих дефиниција, државни трезор дефинише као „јавну финансијску институцију преко које се у појединим земљама обезбеђује финансијска служба државе и осталих политичко-територијалних заједница (главна државна благајна)“. Трезор представља посебан део Министарства финансија државе (Италија) или засебно министарство (Француска) који прикупља средства буџета и извршава плаћања за државу.<sup>23</sup> Трезор држи новац на рачуну код централне банке и њиме самостално управља, док држава врши плаћања путем издавања чекова који гласе на централну банку. Уколико средства на рачуну нису довољна за покриће чека, неопходно је, да трезор позајми новац. Поступак у којем трезор позајмљује новац било од стране становништва или централне банке назива се издавање дуга (енг. debt issuing). Трезор финансира јавни дуг тако што издаје обвезнице које могу куповати појединци, пословне банке и остали финансијски посредници. Приход остварен продајом др-

23. Вид.: Дејан Поповић, **Буџетски систем Србије** (у: **Буџетски поступак и контрола буџета**, ред. Вера Леко - Гордана Илић-Попов - Милан Дабовић, Правни факултет Универзитета у Београду, Министарство финансија и економије Владе Републике Србије, Београд, 2003., стр. 68-69).

жавних обвезница слива се на рачун трезора у централној банци, тако да се њиме могу измирити обавезе државе.

Функције трезора у погледу управљања јавним дугом биле би следеће:

- избор између различитих извора финансирања (кредити од централне банке, инострани кредити, емисија хартија од вредности);
- избор између појединих инструмената, рокова доспелости, структуре трошкова и др.;
- укључивање датих државних гаранција; и
- централизација функција управљања дугом (ниједан други државни орган, орган локалних власти или фонд не може узимати зајам нити давати гаранције, осим трезора).<sup>24)</sup>

Хартије од вредности које емитује влада, као и тржишта на којима се тргује државним записима разликују се од **приватних хартија од вредности**. Њих одликују следеће карактеристике:

- минимални ризик за повериоца, који се дугује ауторитету самог издаваоца;
- добро развијена тржишна инфраструктура;
- згунута и широка крива приноса (енг. dense and broad yield curve);
- државни записи се емитују у серијама са краћим роковима доспелости (краткорочне хартије од вредности) како би се максимизовала ликвидност; и
- подржава репо тржишта и тржиште дериватива.<sup>25)</sup>

Ове карактеристике нису, међутим, присутне на свим тржиштима хартија од вредности које емитује влада, нити су присутне у истој мери. Једино се може рећи да трезор САД ( US Treasury Department) кумулативно поседује наведене карактеристике.

Минимизирање трошкова сервисирања јавног дуга нужно захтева постојање конкурентног тржишта. Уколико банка води операције на начин који спречава учешће осталих у аукцијама државних записа које емитује трезор ради покривања јавног дуга то ће резултирати у нижим ценама државних записа.

Трезор може позајмити новац и од централне банке, путем продаје обвезница. Наиме, у пракси, трезор ретко кад продаје обвезнице директно централној банци. Куповина државних обвезница које су већ у поседу појединаца, банака или других финансијских посредника, на отвореном (секундарном) тржишту, представља посредну везу између централне банке и трезора. Купујући државне обвезнице, централна банка додаје на рачуне пословних банака свеж новац и на тај начин утиче на мултипликацију новчане масе. Овај начин финансирања јавног дуга назива се **монетизацијом дуга**. Операције на отвореном тржишту, тј. на секундарном тржишту хартија од вредности један су од најважнијих инструмената монетарне политике, с обзиром да примарно одређују промене у висини каматних стопа и главни су извор флукуација на тржишту новца. Куповина на отвореном тржишту по-

24. Вид.: Дејан Поповић, *op. cit.*, стр. 192.

25. Вид.: Garry J. Schinasi - Charles F. Kramer - R. Todd Smith, **Financial Implications of the Shrinking Supply of U.S. Treasury Securities**, IMF, March 20, 2001, стр. 12-13.

већава (подиже) резерве, повећавајући понуду новца и смањујући краткорочне каматне стопе, док продаја делује у супротном правцу, смањујући количину новца у оптицају и утичући на пораст краткорочних каматних стопа.

Постоје две врсте операција на отвореном тржишту:

динамичке операције на отвореном тржишту (енг. *dynamic open market operations*); и одбрамбене операције на отвореном тржишту (енг. *defensive open market operations*).<sup>26)</sup>

Динамичке операције на отвореном тржишту усмерене су на промену нивоа резерви, док одбрамбене операције имају за циљ да компензују померања осталих фактора који утичу на резерве и монетарну основу. На пример, у САД, Федералне резерве (*Federal Reserve System-FED*) спроводе операције на отвореном тржишту, купујући државне записе које емитује трезор (енг. *treasury bills*). Тржиште ових хартија од вредности је најликвидније и поседује највећи волумен трговања, при чему апсорбује основни волумен трансакција Федералних резерви, а да при том не изазива прекомерне флукуације цена које би могле да изазову поремећаје на тржишту.

Утицај буџетског дефицита на монетарну основу и понуду новца зависи од начина на који Федералне резерве воде монетарну политику.<sup>27)</sup> Уколико Федералне резерве имају за циљ спречавање високих каматних стопа, тада ће буџетски дефицит довести до штампања новца. Када трезор емитује обвезнице тада понуда обвезница расте, доводећи до раста каматних стопа и до пада цена обвезница, с обзиром да је тражња за обвезницама остала непромењена. Уколико, међутим, Федералне резерве сматрају непожељним пораст каматних стопа оне ће куповати обвезнице како би подигли цене обвезница и смањили каматне стопе. Присталице рикардијанске теорије једнакости међутим сматрају да тражња за обвезницама такође расте померајући остваривање равнотеже до друге тачке при непромењеној каматној стопи. Robert Barro, иначе велики заступник ове теорије сматра да емитовање обвезница од стране трезора ради покривања буџетског дефицита доводи до пораста штедње становништва, с обзиром да постоје рационална очекивања код становништва да ће повећано емитовање обвезница резултирати у повећаним порезима ради касније отплате ових обвезница њиховим повериоцима.<sup>28)</sup>

### Монетарна политика и управљање јавним дугом

У многим земљама, управљање јавним дугом у рукама је централне банке. Разлози који оправдавају управљање јавним дугом од стране централне банке налазе се у чињеници да централне банке имају много више искуства у вођењу операција на финансијским тржиштима (*market expertise*) од владиних департмана,

26. Вид.: Garry J. Schinasi - Charles F. Kramer - R. Todd Smith, *op. cit.*, стр. 15.

27. Вид.: Frederic Mishkin, *op. cit.*, стр. 238.

28. Вид.: Robert Barro, **Are Government Bonds Net Wealth?**, *Journal of Political Economy*, November, 1974, Vol. 82, стр. 1095-1117.

узимајући у обзир њихову свакодневну укљученост у интервенције на тржишту у циљу одржавања укупне ликвидности. Осим тога, спроводећи функцију управљања јавним дугом централна банка остварује извесну добит. Наиме, централна банка има директан приступ информацијама, које се односе на нето понуду владиних хартија од вредности, што значи да ефикасније може да спроводи планирање ликвидности и вршење контроле.<sup>29)</sup>

На трећем симпозијуму Гувернера централних банака, одржаног у јуну 1997. године, у организацији Bank of England, велика подршка дата је гледишту да би централна банка требало пре да има улогу катализатора, односно, да помаже развој тржишта јавног дуга, а да при том не занемарује своје основне функције.

Улога централне банке могла би се декомпоновати на следеће задатке.<sup>30)</sup>

**(а) Пружање информација.** У развоју добровољних тржишта јавног дуга информација представља есенцијални елемент. Објављивање годишњих извештаја и кварталних билтена није најбоље решење, па се јавља потреба за успостављањем система за прикупљање и одашиљање информација. Централна банка остварује компаративне предности, у смислу, да због поседовања великог броја информација као дела њене надзорне улоге може администрирати различитим врстама информационих система за финансијска тржишта. На пример, национална банка Пољске је развила посебну информациону мрежу за дилере на примарном тржишту.<sup>31)</sup>

**(б) Управљање емитовањем** (енг. issue manager). Уколико се посматрају земље-чланице ОЕСД, у некима од њих попут Данске, Италије, Немачке и Шпаније, централна банка управља емитовањем јавног дуга, док је у осталим тај задатак поверен Министарству финансија, или пак специјализованим полу-независним агенцијама за управљање јавним дугом (пр. Ирска, Мађарска, Нови Зеланд и Шведска).

**(ц) Креатор тржишта.** На самом почетку програма развоја тржишта је потенцијална улога централне банке као конструктора тржишта (енг. market maker). У земљама-чланицама ОЕСД, дилери на примарном тржишту су позвани пре од централне банке да делују као конструктори тржишта. У земљама у развоју, систем примарних дилера готово да не постоји, тако да је неопходна улога централне банке у развоју добровољних тржишта јавног дуга.

**(д) Учесник у аукцији.** Разлог учешћа централне банке у аукцији објашњава се недостатком довољног броја учесника на тржишту, који би створили услове за постојање конкурентне понуде у првој фази процеса развоја тржишта. Учешће централне банке треба да спречава тајне договоре на страни осталих понуђача.

29. Вид.: D. Mihaljek, Michela Scatigna and Agustin Villar, *op. cit.*, стр. 9.

30. Вид.: Maxwell J. Fry, *Emancipating the Banking System and developing Markets for Government Debt*, London, New York, Routledge, 1997.

31. Вид.: Marko Arone – George Iden, *Primary Dealers in Government Securities: Policy Issues and Selected Countries Experience*, IMF Working Papers, International Monetary Fund (WP/03/45), March, 2003, стр. 46.

**(е) Успостављање система плаћања и поравнања.** Као зајмодавалац у последњој инстанци (енг. lender of last resort), централна банка има посебан интерес у успостављању система клиринга и поравнања, креираних тако да минимизују ризик ликвидности. У оквиру система плаћања централна банка је идеално место за развој система „извршење по плаћању“ (енг. delivery versus payment system) који је предуслов за успех финансијских трансакција. За функционисање система клиринга и поравнања неопходно је установити институцију централног депозита која би обухватила све хартије од вредности, и одржавала њихову књиговодствену вредност.

**(ф) Регулатива и контрола.** *Ratio legis* регулисања и контроле тржишта владиног дуга исти је као и *ratio* за контроле и регулације банака. Већи је степен поверења када централна банка спроводи контролу над тржиштем владиног дуга, него када то чини влада. Уједно, када централна банка спроводи ову функцију она мора бити строго одвојена од функције управљања јавним дугом, уколико је банка истовремено изводи.

**(г) Развој секундарног тржишта.** Улога централне банке у развоју секундарног тржишта за котирање хартија од вредности јавног дуга требало би да обезбеди следеће: активно управљање ликвидношћу; развијено тржиште новца као и интербанкарско тржиште; правилно формулисана микроструктура за одвијање трговања на секундарном тржишту; и транспарентно и регулаторно контролно окружење.

### Закључна разматрања

У оквиру политике јавног дуга, смањивање трошкова задуживања у развијеним привредама, стандардно се сматра основним циљем управљања јавним дугом. Међутим, у привредама у транзицији, већи значај имају тзв. секундарни циљеви. Мисли се, пре свега, на улогу коју влада и централна банка имају у развоју финансијских тржишта.

Рефинансирање старог дуга новим, тржишним инструментима, пожељна је солуција у привредама у транзицији. Домаће тржиште јавног дуга би се продубило на тај начин, док би повећана ликвидност тржишта утицала на додатно поверење потенцијалних инвеститора.

Трезорски записи Министарства финансија битан су инструмент краткорочног јавног дуга, с обзиром да заједно са благајничким записима централне банке, пружају референтну каматну стопу и помажу у формулисању параметара на тржишту новца.

Емисија државних записа од стране трезора има за циљ остваривање финансирања буџета преко тржишта. Предност оваквог задуживања огледа се у транспарентности процеса избора кредитора, који једино зависи од конкурентности понуда за куповину државних записа, изражених кроз дисконтовану цену. Овако утврђена цена формира референтну каматну стопу, коју ће тржиште користити за

процену вредности капитала а банке као основ за одобравање кредита. Код привреда у транзицији емисија хартија од вредности од стране трезора представља нови почетак развоја тржишта капитала јавних финансија, а њихова основна намена је финансирање буџетског дефицита, развој финансијског тржишта, и отварање могућности за инвестирање. У трансакцијама на међубанкарском тржишту државни записи ће моћи да се користе као залога, чиме ће генерисати развој тржишта новца, које ће банкарском сектору понудити ликвидне финансијске инструменте и деривативе.

Централна банка, при спровођењу монетарне политике, добила би више простора за коришћење тржишних механизма. Најпоузданији сигнал о томе да ли се и где треба задуживати пружала би стабилна крива приноса, по дугорочном јавном дугу.

С друге стране, осамостаљивање банкарског система у процесу развоја тржишта јавног дуга, могло би омогућити финансијском систему сваке замље извршење двеју базичних функција - администрирање механизмом за плаћања као и ефикасном посредовању између штедиша и инвеститора. Резултати који би се могли очекивати на крају овог процеса су ниска инфлација, већи проценат штеђења и виши привредни раст.

Посебну пажњу треба посветити државним гаранцијама (јемствима). У привредама у транзицији, у претходном периоду државне гаранције су коришћене као инструмент селективне економске политике. Државне гаранције, пре би требало да буду инструмент за смањење трошкова финансирања „здравих“ привредних субјеката, него инструмент политике санације и вештачког одржавања у животу привредних субјеката који послују на граници ликвидности.

**Danica Tasić,**  
**Junior Faculty Member,**  
**University of Belgrade, School of Law, Belgrade**

## **Government Debt Management**

### **Summary**

*This paper has discussed the problem of government debt management. The paper has reviewed the arguments for active government debt management including recent trends in the development of debt markets. Government debt management can save money for taxpayers, especially if governments follow private markets practices. The motivation for developing public debt markets are partly specific (related to satisfying particular borrowing needs efficiently) and partly general (related to making financial markets function more effectively). The prime specific reason for developing a bond market in most countries was to finance fiscal deficits. Moreover the existence of tradable instruments helps risk management. Central banks have multiple interests in the development of*

*bond markets. At a fundamental level, the government bond markets help to fund budget deficits in a non-inflationary way, and so enhance the effectiveness of monetary policy. In addition, many central banks oversee settlements systems and they are responsible for the stability of the financial system.*

**Key words:** *public debt, fiscal deficits, government debt management, debt markets, government bond markets, monetary policy, tradable instruments.*