Na osnovu člana 58 stav 2 Zakona o budžetu i fiskalnoj odgovornosti ("Službeni list CG", br. 20/14, 56/14, 70/17, 04/18, 55/18, 66/19, 70/21, 27/23 i 125/23), Savjet Centralne banke Crne Gore, na sjednici od 24. decembra 2024. godine, razmotrio je Prijedlog Srednjoročne strategije upravljanja dugom za period 2025–2027. godine i, s tim u vezi, utvrdio

MIŠLJENJE
na Prijedlog srednjoročne strategije upravljanja dugom za period 2025–2027

S obzirom na to da Srednjoročna strategija upravljanja dugom za period 2025-2027 (u daljem tekstu: Strategija) ima ključnu ulogu u periodima kada je nivo javnog duga visok i kada postoji nestabilnost finansijskog tržišta u uslovima visokih kamatnih stopa, Centralna banka Crne Gore (u daljem tekstu: Centralna banka) pažljivo je analizirala postavljene ciljeve, identifikovane rizike i makroekonomske pretpostavke koje su poslužile kao osnova za oblikovanje strategije upravljanja dugom u predstojećem trogodišnjem periodu.

Centralna banka podržava donošenje ovog dokumenta i konstatuje da je Strategija analitički unaprijeđena i informativno osnažena i predstavlja pozitivan iskorak u odnosu na prethodne strategije upravljanja javnim dugom.

Centralna banka cijeni napore Vlade Crne Gore (u daljem tekstu: Vlada) da se kroz Strategiju pronađu načini da nivo javnog duga bude u granicama održivosti. Ovakav strateški pristup omogućava Vladi da smanji, odnosno upravlja troškovima budućeg zaduživanja, kontroliše rizike povezane sa dugom, ali i očuva povjerenje investitora. Strategija upravljanja javnim dugom, stoga, nije samo tehnički alat, već i ključni element ekonomske politike, naročito u izazovnim vremenima, kada je stabilnost sistema i održivost duga od suštinskog značaja za očuvanje makroekonomske ravnoteže.

Centralna banka ukazuje da je Strategija vremenski usklađena sa potrebama finansiranja, što najbolje doprinosi ostvarivanju politike javnog duga.

Centralna banka pozdravlja činjenicu da je u okviru Strategije eksplicitno naglašen postavljeni cilj fiskalne politike, uravnoteženje tekućeg budžeta, uz ostvarivanje suficita tekuće potrošnje i zaduženje samo za kapitalne investicije. Na ovaj način se uvažava pretpostavka održivosti javnih finansija uvažavajući povećanje realnog rasta i koristi od aktiviranja potencijala razvoja.

Centralna banka naglašava i smatra pozitivnim da su u ovoj Strategiji prepoznati glavni aspekti značaja strategije upravljanja javnim dugom i to:

- *Kontrola troškova zaduživanja* - U uslovima nestabilnosti na finansijskom tržištu kamatne stope često variraju, što povećava rizik troškova zaduživanja. Strategija omogućava biranje povoljnih instrumenata finansiranja (npr. dugoročnog naspram kratkoročnog duga), čime se smanjuju ukupni troškovi;

- *Produženje prosječnog roka dospijeća duga* - Imajući u vidu da je jedan od ključnih rizika u portfoliju javnog duga rizik refinansiranja, velika koncentracija dospjelog duga u kratkom periodu, kao što je slučaj za naredne tri godine, stvara velike izazove, naročito u nepovoljnim tržišnim uslovima, kada su sredstva iz zaduženja skupa i/ili tržišni uslovi smanjuju mogućnost obezbjeđivanja sredstava. Produženje roka dospijeća duga omogućava: smanjenje pritiska na likvidnost (smanjuje se potreba za obezbjeđivanjem velikog iznosa sredstava u kratkom roku), izbjegavanje nepovoljnih tržišnih uslova (odlaganje refinansiranja do poboljšanja tržišnih uslova), povećanje kreditne sposobnosti (duži rok dospijeća može smanjiti percepciju rizika kod investitora), bolje usklađivanje sa projektima (dostupnost sredstava dok projekti ne počnu generisati prihod), ali i u krajnjem, izbjegavanje nesolventnosti (u slučajevima kada postojeći rokovi duga predstavljaju ozbiljan teret, kada se produženjem rokova može izbjeći scenario neplaćanja duga, a samim tim i očuvanje reputacije države);

- *Diversifikacija izvora finansiranja* - Uvođenjem raznovrsnih instrumenata, pristupom različitim tržištima i većim brojem potencijalnih investitora iz različitih dijelova svijeta, Strategija obezbjeđuje stabilnije finansiranje, smanjujući zavisnost od jednog izvora sredstava;

- *Upravljanje valutnim i kamatnim rizikom* - Volatilnost na tržištu može dovesti do naglih promjena u deviznim kursevima i kamatnim stopama, što utiče na servisiranje spoljnog i unutrašnjeg duga. Prijedlog Strategije prepoznao je ovaj aspekt i uključio ciljeve koji obuhvataju upotrebu instrumenata zaštite, poput hedžinga, diversifikacije kreditnih aranžmana i održavanje adekvatnog nivoa gotovinskih rezervi, kako bi se smanjila izloženost ovim rizicima.

- *Povećanje povjerenja investitora* - Jasno definisana i transparentna Strategija signalizira odgovorno upravljanje javnim finansijama i dugom, što doprinosi većoj atraktivnosti zemlje za strane i domaće investitore, čak i u kriznim periodima.

- *Podrška održivosti javnih finansija* - Održiva Strategija omogućava kontrolu nivoa javnog duga u odnosu na BDP i sprečava dužničke krize koje mogu ugroziti ekonomski rast i društvenu stabilnost. Prijedlog Strategije je u skladu sa Fiskalnom strategijom 2024–2027. godine, kao krovnim dokumentom za vođenje fiskalne politike i na taj način doprinijeće ostvarivanju srednjoročnih fiskalnih ciljeva;

- *Fleksibilnost u odgovorima na krizne situacije* - Osmišljena Strategija pruža prostor za prilagođavanje u skladu sa promjenama u tržišnim uslovima i omogućava pravovremeno reagovanje na nepredviđene finansijske šokove.

Pored ključnih aspekata, predložena Strategija, uključuje i razvoj domaćeg tržišta državnih hartija od vrijednosti, kroz emisiju *retail* obveznica, kao jedan od načina obezbjeđivanja sredstava, što Centralna banka podržava. Iako se u prethodnom periodu, država oslanjala na inostrane izvore finansiranja, smatramo da postoji značajan finansijski potencijal kod fizičkih i pravnih lica koji bi svoja sredstva mogli iskoristiti za ulaganje u državne hartije od vrijednosti, a da se ne odrazi negativno na likvidnost i kreditnu aktivnost bankarskog sektora. U prilog ovoj činjenici ide kretanje iznosa depozita stanovništva i privrede kod crnogorskih banaka, koji čine dvije trećine ukupnih depozita banaka. Takođe, ovakav vid stimulisanja štednje može biti interesantan za investitore (pravna i fizička lica) usljed trenutno niskih kamatnih stopa na depozite, odnosno štednju, što bi stimulativno djelovalo na konkurenciju. Naime, prosječna stopa na štednju za sektor stanovništva iznosi 0,30% (novembar 2024), a za sektor privrede 0,20% (novembar 2024), dok bi kroz ulaganje u državne hartije od vrijednosti prinos na uložena sredstva bio višestruko veći. Na ovaj način bi se ostvarila dvostruka korist, država bi obezbijedila potrebna sredstva, po povoljnijim uslovima, dok bi privreda i stanovništvo ostvarili značajne prinose na uložena sredstva. Kao primjer mogu da posluže Hrvatska i Republika Sjeverna Makedonija koje su emitovale tzv. narodne obveznice (sa rokom dospijeća od dvije godine) tokom 2023. godine, i prikupili značajna sredstva ovim putem, uz ostvarivanje kamatnih stopa od 3,65% (Hrvatska) i 5% (Republika Sjeverna Makedonija).

Takođe, ohrabruje prijedlog uvođenja zelenih obveznica, imajući u vidu da one predstavljaju dobar način za privlačenje novih investitora, naročito iz zemalja EU, koji su skloni da ulažu u projekte koji doprinose zaštiti životne sredine i unapređenju ekoloških standarda. Time se pokazuje posvećenost Crne Gore zelenoj ekonomiji i da će u budućem periodu, kroz kreiranje „zelenog" budžetiranja, velika pažnja biti posvećena usklađivanju fiskalne politike sa ciljevima u oblasti zaštite životne sredine i klimatskih promjena, odnosno održivog razvoja. Centralna banka sugeriše da bi ekonomska politika usmjerena na održivo finansiranje trebalo da bude jedan od primarnih ciljeva u vođenju fiskalne politike u narednom periodu, imajući u vidu da je navedeni način vođenja fiskalne politike u skladu sa ciljem ispunjavanja mjerila u pregovaračkim poglavljima u procesu pristupanja Crne Gore Evropskoj uniji.

Centralna banka sugeriše Vladi da sprovede aktivnosti na medijskoj kampanji za aktivno promovisanje *retail* i zelenih obveznica, a prije svega informisanje stanovništva i poslovnog sektora o njihovim prednostima i sigurnosti. Na ovaj način bi se posredno uticalo i na opšti nivo znanja stanovništva o elementima finansijskog tržišta i njegovim mogućnostima, odnosno unaprijedio nivo finansijske edukacije i pismenosti.

Makroekonomski okvir ne odstupa značajnije od onog koji je dat u Fiskalnoj strategiji i Prijedlogu Zakona o budžetu za 2025. godinu. U ovom slučaju, ukazujemo na potencijalne makroekonomske rizike koji mogu uticati na planirane vrijednosti:

- Neizvjesnost ostvarenja planirane stope rasta BDP-a od 4,8% u 2025. godini, zbog usporavanja globalne ekonomije ili potencijalnih šokova u ključnim sektorima poput turizma, energetike i izvoza, a koji mogu ugroziti realizaciju prihoda i ostvarenje ovih projekcija. Smanjenje broja nerezidenata, može uticati na potrošnju, odnosno ostvarenje prihoda u tekućoj godini, kao i najavljeni višemjesečni remont TE Pljevlja koji može povećati spoljnotrgovinski deficit;
- Povećanje stope PDV-a na ugostiteljske usluge sa 7% na 15%, sa prošlogodišnjim uticajem inflacije na cijene turističkih usluga, može negativno uticati na cjenovnu konkurentnost u turizmu i rezultirati smanjenjem tražnje sa emitivnih tržišta (posebno zemalja regiona) i potencijalno manjom turističkom potrošnjom u Crnoj Gori, odnosno manjim PDV-om po osnovu ugostiteljskih usluga. Navedeno može uticati i na povećanje sive ekonomije u turizmu;
- Ukoliko borba protiv sive ekonomije ne bude dovoljno efikasna, ona može uticati na manju naplatu javnih prihoda (i usporavanje privrednog rasta) i predstavlja opasnost za privredu usled nelojalne konkurencije (a prihodi od PDV-a su u budžetu planirani u skladu sa implementacijom Akcionog plana za suzbijanje sive ekonomije);
- Odlaganje sprovođenja strukturnih reformi i realizacije projekata, što bi se odrazilo na makroekonomska kretanja i projekcije na kojima se zasnivaju planirani prihodi budžeta;
- Klimatske promjene i nepovoljni vremenski uslovi mogu biti takođe dodatni izazovi dinamičnom rastu, posebno mogu uticati na turizam, energetiku i poljoprivredu.

Centralna banka pozdravlja jasan prikaz načina prikupljanja nedostajućih sredstava u trogodišnjem periodu, što predstavlja unapređenje Strategije i sugeriše da se razmotri emisija državnih obveznica na međunarodnom tržištu sa dužom ročnošću (i do 10 godina, odnosno da se ne kreira koncentracija dospjelog duga u kratkom roku).

Centralna banka ukazuje na činjenicu da javni dug, u srednjoročnom periodu, bilježi kontinuirani rast u apsolutnom iznosu, od 4,56 milijardi eura na kraju 2024. godine do nivoa od 5,66 milijardi eura na kraju 2027. godine, tj. od 61,4% BDP-a u 2024. godini do 64,6% BDP-a u 2027. godini. Centralna banka ukazuje na rizik da bi u slučaju neostvarivanja projektovanog nominalnog iznosa BDP-a u posmatranom periodu, parametri javnog duga bili nepovoljniji od planiranih. Imajući u vidu navedeno i činjenicu da je i deficit budžeta planiran na nivo iznad 3% BDP-a tokom istog perioda, Centralna banka sugeriše da u slučaju materijalizacije rizika po ekonomski rast i dovođenje duga i deficita iznad nivoa definisanih Zakonom o budžetu i fiskalnoj odgovornosti, Ministarstvo finansija kreira prijedlog mjera za smanjenje deficita i javnog duga, kako bi se nivo deficita i javnog duga doveo u granice održivosti, u skladu sa Zakonom. Prijedlog Strategije ne predviđa ovu mogućnost, odnosno mjere u smjeru smanjivanja nivoa javnog duga u slučaju oba scenarija (osnovnog i scenarija nižeg rasta). Centralna banka sugeriše da se napravi jasan plan ispunjenja

Mastrihtskih kriterijuma koji se odnosi na dovođenje budžetskog deficita na 3%, odnosno javnog duga na 60% BDP-a, čime će se istovremeno ispuniti Mastrihtski kriterijum i obezbijediti stabilnost fiskalne politike.

S tim u vezi, Centralna banka sugeriše da se u okviru Strategije definišu dodatne kratkoročne i dugoročne mjere i aktivnosti koje će djelovati u smjeru smanjenja javnog duga u budućem periodu, koje nijesu obuhvaćene Strategijom: temeljna fiskalna konsolidacija (smanjivanje neproduktivne potrošnje), socijalne i strukturne reforme (penzijski sistem, reforma javne uprave), podsticanje privrednog rasta kroz poboljšanje poslovnog okruženja (smanjivanje biznis barijera, borba protiv nelojalne konkurencije), podrška malim i srednjim preduzećima (podsticaji koji doprinose zapošljavanju i ekonomskom rastu), efikasnija naplata poreza uz suzbijanje poreske evazije i naplate poreskog duga.

U dijelu državnih garancija u Strategiji je navedeno da „*domaće garancije uglavnom predstavljaju podršku kompanijama za realizaciju kapitalnih projekata, kao i podršku realizaciji sanacionih planova lokalnih samouprava. S druge strane, spoljne garancije su namijenjene implementaciji raznih projekata iz oblasti energetike, saobraćaja i željezničke infrastrukture, izgradnje brodova, kao i obezbjeđenje podrške razvoju malih i srednjih preduzeća*". Centralna banka sugeriše Vladi da u kontinuitetu vrši analizu rizika izdatih garancija i posljedično tome, da vrši klasifikaciju i izloženost rizika po svim izdatim garancijama, kako bi se na vrijeme formirale rezervacije za potencijalno aktiviranje istih.

Centralna banka pozdravlja definisanje potencijalnih rizika koji su prepoznati u Strategiji, ali ukazuje i na dodatne, koji mogu ugroziti održivost javnog duga i povećati troškove zaduživanja:

1. *Rizik visokih troškova zaduživanja*;
2. *Rizik eksterne zavisnosti i nediverzifikovanost ekonomije* - Volatilnost deviznih kurseva može povećati troškove servisiranja ovog duga. Imajući u vidu da je Crna Gora u velikoj mjeri oslonjena na uvoz, promjene u valutnim paritetima mogu negativno uticati na fiskalni prostor, a samim tim i na nivo duga. Zavisnost od turizma Crnoj Gori uzrokuje rizik da poremećaji u ovom sektoru ugroze kapacitet za servisiranje duga;
3. *Fiskalni rizik* - Visok nivo javnog duga ograničava prostor za reagovanje na neočekivane šokove (npr. klimatske i druge prirodne nepogode, recesije i sl.), što predstavlja dodatni teret za budžet;
4. *Rizik od zaduživanja za neproduktivne svrhe* - Neefikasna upotreba sredstava, tj. ukoliko sredstva iz zaduživanja ne budu usmjerena u projekte koji povećavaju BDP i fiskalne prihode, može ugroziti ostvarivanje planiranih ciljeva definisanih Strategijom;
5. U krajnjem, preveliko oslanjanje na međunarodne finansijske institucije ili privatne kredite može ograničiti fiskalnu autonomiju.

Rizici zaduživanja Crne Gore u srednjem roku proističu iz unutrašnjih ekonomskih izazova i spoljašnjih tržišnih neizvjesnosti. Efikasno upravljanje dugom, diversifikacija izvora finansiranja i jačanje fiskalne discipline ključni su za smanjenje rizika. Uz to, usmjerenost na reforme i povećanje ekonomskog rasta mogu pomoći u smanjenju zavisnosti od zaduživanja u budućnosti i uspostaviti tendenciju pada iznosa javnog duga u apsolutnom iznosu. Smanjivanje svih rizika zahtijeva dosljedne reforme i dugoročne strateške planove, uz političku i pravnu sigurnost i ekonomsku diversifikaciju.

Na kraju ovog dijela mišljenja, Centralna banka još jednom ističe značaj i pozdravlja donošenje ovog dokumenta, imajući u vidu je njegova izrada planirana u 2024. godini Programom pristupanja Crne Gore Evropskoj uniji u dijelu koji se odnosi na pregovaračko poglavlje 17 – Ekonomska i monetarna unija, kao i Akcionim planom za usaglašavanje sa pravnom tekovinom EU u oblasti ekonomske i monetarne politike. Napominjemo da je ovaj Akcioni plan strateški dokument Poglavlja 17, dok je implementacija aktivnosti definisanih Akcionim planom prva preporuka Izvještaja Evropske komisije za Crnu Goru i doprinosi ispunjenju mjerila 4 (Crna Gora je ispunila kriterijum postojanja funkcionalne tržišne ekonomije) za privremeno zatvaranje ovog poglavlja.

Pored navedenog, u cilju unapređenja Prijedloga Strategije, Centralna banka predlaže da se razmotre i sljedeće sugestije, koje se odnose na konkretne djelove predloženog teksta ovog dokumenta.

U Uvodu dokumenta, predlažemo preformulisanje:

1. Primarnog cilja Strategije: Naime, postojanje srednjoročne strategije nije neophodno da bi se obezbijedila nedostajuća sredstva za finansiranje budžeta, pa obezbjeđenje nedostajućih sredstava za finansiranje budžeta ne može biti primarni cilj ove Strategije. Stoga predlažemo da formulacija primarnog cilja glasi: *„Primarni cilj Srednjoročne strategije upravljanja dugom je kreiranje stabilnog i održivog srednjoročnog okvira za obezbjeđenje nedostajućih sredstava za finansiranje državnog budžeta.“*

2. Prvog ključnog stuba Strategije: Naime, prvi ključni stub treba da uključi upravljanje rizicima ne samo refinansiranja, već i finansiranja. Stoga predlažemo da formulacija prvog ključnog stuba glasi: *„Upravljanje rizicima finansiranja i refinansiranja, prevashodno tržišnim, kamatnim i valutnim rizikom, u cilju njihovog minimiziranja, osiguranja ravnomjernog rasporeda dospijeća duga, smanjenja troškova i očuvanja adekvatnih finansijskih rezervi za hitne slučajeve.“*

3. Drugog ključnog stuba Strategije: Naime, drugi ključni stub bi trebalo da se odnosi na unapređenje postojećih načina finansiranja, pa tek kao treći stub uvesti razvoj novih načina i instrumenata finansiranja. U tom smislu,

predlažemo da sadašnji treći stub strategije bude naznačen kao drugi stub, i da sadrži preciznu naznaku da se misli na međunarodne investitore, što proizlazi iz nastavka Strategije. Stoga predlažemo da formulacija drugog ključnog stuba glasi: *„Diversifikacija baze međunarodnih investitora, kroz proširenje njihovog geografskog obuhvata, kako bi se osigurala stabilna i predvidiva potražnja za državnim obveznicama, uključujući i u uslovima globalnih ekonomskih previranja."*

4. Trećeg ključnog stuba Strategije: Shodno navedenom pod tačkom 3 - uvođenje novih oblika finansiranja budžeta (novim instrumentima i od strane novih vrsta investitora), čini suštinu drugog ključnog stuba u prijedlogu Strategije, dok razvoj tržišta kapitala u Crnoj Gori može biti samo prateći rezultat uvođenja državnih obveznica za stanovništvo, kao načina finansiranja budžeta. Uvođenje novih oblika finansiranja budžeta treba da slijedi nakon upravljanja rizicima finansiranja i refinansiranja, odnosno diversifikacije međunarodnih investitora, jer su ova dva stuba ključna za realizaciju primarnog cilja Strategije. Stoga predlažemo da formulacija trećeg ključnog stuba glasi: *„Diversifikacija domaćih izvora finansiranja, kroz izdavanje državnih obveznica za stanovništvo, kojim bi se podstakao i razvoj tržišta kapitala u Crnoj Gori."*

Izmjenu ova tri ključna stuba potrebno je reflektovati kroz tekst u nastavku Strategije.

U poglavlju koji se odnosi na Makroekonomska i fiskalna kretanja nedostaje pojašnjenje osnova na kojima se temelji očekivani rast međunarodnih transfera. Ukoliko se ovo očekivanje temelji samo na ulasku Crne Gore u SEPA-u, ono bi se moglo pokazati kao neutemeljeno. Naime, SEPA bi mogla samo učiniti vidljivijim transfere novca koji se vjerovatno i sad šalje iz inostranstva u Crnu Goru, ali u gotovini, i već predstavlja dio platežno sposobne tražnje. Stoga, samim ulaskom Crne Gore u SEPA-u neće nužno doći do efektivnog rasta količine novca u državi, već samo do njegovog formalnog „prepoznavaja" u finansijskim kanalima. Ukoliko je osnov za predviđanje rasta međunarodnih transfera drugi, treba ga navesti.

U segmentu B - Smjernice i strateški ciljevi, pod B1. Upravljanje rizicima, odnosno pod Rizik refinansiranja, na kraju prvog pasusa navodi se da je „redovna otplata duga dovela do skraćivanja preostalog roka dospijeća duga (ATM), što dodatno otežava situaciju." Iz ove formulacije se može zaključiti da autori Strategije smatraju da je redovna otplata duga bila pogrešan korak, što je vjerovatno neadekvatno tumačenje, pa je u cilju obezbjeđenja ispravnog tumačenja potrebno dati precizniju formulaciju.

U istom segmentu, pod Ciljem 3 - Diversifikacija izvora finansiranja, pod Aktivnosti, u okviru prve navedene aktivnosti, sugerišemo izmjenu, u skladu s predloženom izmjenom trećeg stuba Strategije. U tom smislu predlažemo da formulacija prve navedene aktivnosti glasi: *„Aktivno raditi na kreiranju alternativnih domaćih izvora finansiranja, kroz emisiju državnih obveznica za stanovništvo na crnogorskom tržištu*

kapitala. Redovna emisija ovih obveznica i sekundarno trgovanje njima na crnogorskom tržištu kapitala će doprinijeti i njegovom razvoju, uključujući i kroz digitalizaciju procesa trgovanja, povećanje transparentnosti i saradnju sa domaćim finansijskim institucijama."

U istom segmentu, pod Ciljem 4 - Jačanje odnosa sa međunarodnim investitorima, u okviru Obrazloženja, sugerišemo preformulaciju na sljedeći način: *„Polazeći od toga da je povjerenje međunarodnih investitora ključno za uspješno refinansiranje postojećeg duga, potrebno je aktivno unapređivati i razvijati povjerenje međunarodnih investitora kroz transparentnost i konzistentnu komunikaciju o strategiji duga."*

U okviru podnaslova Kamatni rizik, postojeći naziv Cilja 3 - Shodno datom obrazloženju, bilo bi korisno zamijeniti sa sljedećim: *„Povećano finansiranje kreditima međunarodnih finansijskih institucija koje nude povoljnije uslove kreditiranja s fiksnim i relativno nižim kamatnim stopama i dužim rokovima finansiranja".*

Ispod Tabele 7, shodno prijedlogu u vezi sa promjenom trećeg ključnog stuba Strategije, predlažemo promjenu naslova tačke B2, na sljedeći način: *„Razvoj novih izvora domaćeg finansiranja", kao* i promjenu tog pasusa na način da odražava novi naslov.

U okviru tačke B2, promijeniti Cilj 1 tako da glasi: *„Proširiti bazu domaćih instrumenata finansiranja"* i tome prilagoditi obrazloženje ovog cilja, kao i aktivnosti na njegovoj realizaciji.

SAVJET CENTRALNE BANKE CRNE GORE

Br.0101-10043-5/2024
Podgorica, 24. decembar 2024. godine

PREDSJEDAVAJUĆA
G U V E R N E R K A

dr Irena Radović

CENTRALNA BANKA CRNE GORE
PODGORICA