

UDK: 336.1/.7 (497.6 Republika Srpska)

Prof. dr Jovan Sejmenović
dr Slobodan Lukić
Žarko Malinović, dipl. ecc

OTPLATA DOMAĆEG JAVNOG DUGA EMISIJOM OBVEZNICA U REPUBLICI SRPSKOJ

Sažetak

Dug zemlje se iskazuje u različitim formama, kao što su domaći dug, koji predstavlja obavezu vlada svih nivoa organizovanja države prema domaćim rezidentima, te vanjski dug, koji se odnosi na obavezu vlada, firmi i pojedinaca, prema vani, dakle prema inozemcima. Za vanjski dug BiH, kao što je slučaj sa svim zemljama u tranziciji, interes iskazuju vlade zemalja i strani privatni povjerioci putem neformalnih multilateralnih grupa predstavljenih Pariškim i Londonskim klubom. Zbir domaćeg i vanjskog duga predstavlja javni (ukupni) dug zemlje.

Predmet ovoga rada jeste otplata domaćeg duga emisijom obveznica, i to u dijelu obaveza države po osnovu opšteg duga, duga iz ratnog perioda i duga za "staru" deviznu štednju. Opšti dug (opšte obaveze) države iskazane su u vidu: neisplaćenih invalidnina, neisplaćenih penzija, dobavljača, neto plata i naknada i ostalih obaveza države. Uz to se, u relativno malim iznosima, javljaju obaveze po osnovu komercijalnih kredita korištenih od strane države.

Dakle, ovaj rad ne uključuju dugove izvanbudžetskih fondova (zdravstvo, penzije), dugove nižih nivoa organizovanja države (opštine, kantoni), kao ni dugove po osnovu garancija ili neke druge obaveze države.

Ključne riječi: javni dug, hartije od vrijednosti, emisija obveznica, anuiteti.

Abstract

The debt of the country is expressed in different forms, such as national debt, which is the obligation of governments of all levels in the country according to local residents, and external debt, which refers to the obligation of governments, companies and individuals, according to the outside, then the inorezidentima. For external debt of BiH, as is the case with all countries in transition, governments expressed interest and foreign private creditors through informal multilateral group placed before Paris and London clubs. sum of domestic and foreign debt is public (total) debt of the country.

The subject of this work is paying off debits domestic bond issuance, in the part of government obligations under the general debt, debt from the war period and long for "old" foreign currency savings. The overall debt (general obligation) of the state expressed in the form of: unpaid disability, unpaid pensions, suppliers, net wages and benefits and other obligations of the state. In addition, in relatively small amounts, there liabilities of commercial loans used by the state.

Therefore, this paper does not include debts outside the budget funds (health, pensions), lower debt levels in the state (municipalities, cantons), as well as debts on the basis of a guarantee or other obligation of the state.

Keywords: public debt securities, issue bonds, annuities.

UVODNO RAZMATRANJE

Ne treba posebno naglašavati činjenicu da su dugovi normalan izvor sredstava za finansiranje određenih potreba, kako pojedinaca, domaćinstava i firmi, tako, naravno i države. Tako je bilo kroz istoriju, tako je danas, a sigurno će tako biti i u budućnosti. Dug države sam po sebi, dakle, nije problem. Problem je odmjeriti visinu duga odnosno realno procijeniti kapacitet zaduživanja i sposobnost države da uredno otplaćuje dugove. To se u literaturi iz ove oblasti kao i stručnoj komunikaciji susreće pod terminom održivosti.¹ I upravo to je osnovna zadaća službe za upravljanje javnim dugom. Ispravna je teoretska premisa da je dug alternativa porezu kao drugom osnovnom načinu pribavljanja sredstava za finansiranje potreba države. Prednost se, u tom smislu, može dati javnom dugu, naročito za finansiranje kapitalnih projekata države. Putem javnog duga, naime institucija države može jednokratno osigurati relativno veći iznos potrebnih sredstava što sa porezima nije slučaj.

Porezima, upravo suprotno, sredstva se mogu osigurati u relativno dužem vremenskom periodu, zbog čega su porezi i dug komplementarni. Dug se, naime, uspostavlja u jednom vremenskom trenutku, a prihodima od poreza se on može otplaćivati u dugom vremenskom periodu. Dug ne može biti, kao što se može ponegdje pročitati ili čuti, zamjena za porez budući da prihod od poreza naprosto slijedi dug u smislu stvaranja pretpostavki za vraćanje duga. U svakom slučaju dug se vraća po osnovu poreznih prihoda ukoliko to država ne osigurava na neki drugi način: prihodima od svoje imovine ili prihodima svojih firmi, odnosno novim dugovima kojim se zamjenjuju postojeći. U slučaju BiH, postojeći dugovi se mogu vraćati prihodima od poreza kao i prihodima od prodaje državne imovine (privatizacija) ili prihodima od firmi sa većinskim državnim vlasništvom (u našem slučaju telekomi).

No, još važnije pitanje od samog zaduživanja jeste namjena odnosno korištenje sredstava pribavljenih dugom. Svršishodno se, naime, zaduživati za sredstva koja će biti korištena za ulaganja od kojih će se ostvarivati prihodi za vraćanje duga. To bi mogla biti proizvodna ulaganja ili ulaganja u oblast usluga. Ako bi se BiH zaduživala za izgradnju, npr. autoputa na koridoru 5 C, onda bi se taj dug u odgovarajućem vremenu mogao otplaćivati prihodima od naplate putarine za korištenje autoputa. U tom slučaju dugovi bi povoljno djelovali na makroekonomski okvir, za razliku od eventualnog trošenja sredstava duga za finansiranje državne administracije kada dug ima negativne implikacije na makroekonomsku stabilnost zemlje. U literaturi iz ove oblasti postoje nejasnoće u definiranju osnovnih kategorija javnog duga. Neki se put isti termini koriste s različitim značenjima ili se pak različitim terminima daju ista značenja.

Dug zemlje se iskazuje u različitim formama, kao što su domaći dug, koji predstavlja obavezu vlada svih nivoa organizovanja države prema domaćim rezidentima, te vanjski dug, koji se odnosi na obavezu vlada, firmi i pojedinaca, prema vani, dakle prema inorezidentima. Za vanjski dug BiH, kao što je slučaj sa svim zemljama u tranziciji, interes iskazuju vlade zemalja i strani privatni povjerioci putem neformalnih multilateralnih grupa predstavljanih Pariškim i Londonskim klubom. *Zbir domaćeg i vanjskog duga predstavlja javni (ukupni) dug zemlje.*

Predmet ovoga rada jeste otplata domaćeg duga emisijom obveznica, i to u dijelu obaveza države po osnovu opšteg duga, duga iz ratnog perioda i duga za "staru" deviznu štednju. Opšti dug (opšte obaveze) države iskazane su u vidu: neisplaćenih invalidnina, neisplaćenih penzija, dobavljača, neto plata i naknada i ostalih obaveza države. Uz to se, u relativno malim iznosima, javljaju obaveze po osnovu komercijalnih kredita korištenih od strane države.

Dakle, ovaj rad ne uključuju dugove izvanbudžetskih fondova (zdravstvo, penzije), dugove nižih nivoa organizovanja države (opštine, kantoni), kao ni dugove po osnovu garancija ili neke druge obaveze države.

1. POJAM I PODJELA OBVEZNICA

Na razvijenim finansijskim tržištima postoji veliki broj hartija od vrijednosti koje spadaju u kategoriju instrumenata duga. Moguće ju uočiti da za njih postoji veliki broj pojmova, kao što su: zapisi, certifikati, note, debenture, bonovi, itd. U našoj praksi i stručnoj literaturi tokom 90-ih godina XX vijeka nije postojala precizna pojmovna izdiferenciranost. Uglavnom su se koristili pojam zapis i obveznica, kao zbirni za većinu finansijskih instrumenata duga.

U ovom radu, pojam obveznica ćemo koristiti u smislu dugoročnih hartija od vrijednosti instrumenata duga. Slično kao i kratkoročni instrumenti tržišta novca i ove hartije odražavaju kreditne, odnosno dužničko-povjerilačke odnose. Obveznice se definišu na različite načine. Na primjer, mogu se sresti definicije po kojima predstavljaju «certifikate koji pokazuju da korisnik kredita raspolaže određenim sredstvima». Postoje i drugačiji pristupi, kao na primjer onaj gdje se obveznica posmatra kao dugoročna promisorna nota emitovana od strane firme ili nekog drugog emitenta. Ipak, najviše je u upotrebi pristup po kome se obveznice tretiraju kao hartije od vrijednosti sa fiksnim prihodom. Navedena definicija, iako veoma često citirana, postala je po malo diskutabilna pošto su se početkom 70-ih pojavile obveznice sa promjenjivom kamatnom stopom. U okviru ovoga rada, obveznice ćemo posmatrati kao **“hartije od vrijednosti koje omogućavaju emitentima da prikupe sredstva za finansiranje svojih potreba na kreditnoj osnovi, a koje investitorima (vlasnicima) obezbjeđuju isplatu kamate i glavnice po unaprijed utvrđenom redoslijedu, u određenom periodu vremena”**. Kod dugoročnih obveznica, isplata kamate se najčešće vrši dva puta godišnje na osnovu prezentacije kupona, dok se isplata glavnice vrši na dan njihovog dospjeća.

Po Zakonu o hartijama od vrijednosti iz 1995. godine, obveznica je bila definisana kao «hartija od vrijednosti kojom se emitent obavezuje da će njenom imaocu, u roku njene dospelosti, isplatiti iznos nominalne vrijednosti i ugovorenu kamatu». Obveznica se sastoji iz plašta i kamatnih kupona. Plašt sadrži sledeće elemente: oznaku da je obveznica i vrstu, naziv i sjedište emitenta, oznaku da li glase na ime ili donosioca, denominaciju (nominalnu vrijednost), naziv garanta (ukoliko su garantovane), visinu kamatne stope, procenat učešća u dobiti (ukoliko je to prerdviđeno), mjesto i datum emisije, oznaku serije i kontrolni broj, faksimil potpisa i pečat, oznaku rokova plaćanja kamate i glavnice. Kamatni kupon obveznice sadrži: oznaku serije i broj kupona, visinu kamate, datum dospijeća i način plaćanja kamate i faksimil potpisa i pečat. Prema istom izvoru, obveznice se dijele prema sljedećim kriterijima:

- prema načinu obezbjeđenja prava na – garantovane obveznice, negarantovane obveznice i hipotekarne založnice;
- prema roku dospijeća na – kratkoročne i dugoročne;
- prema načinu ostvarivanja prava na kamatu na – obveznice bez kupona i obveznice sa kuponima;
- prema prinosu na – obveznice sa fiksnom i sa varijabilnom kamatom;
- prema načinu ostvarivanja prava na povraćaj nominalne vrijednosti na – jednokratne i u anuitetima;
- prema posebnim pravima na – participativne i zamjenjive.

Sa aspekta emitenta, sve obveznice možemo podijeliti na u dvije velike grupe: one koje emituju države i njeni organi i one koje emituju privredne organizacije. U nastavku rada ćemo se upoznati sa osnovnim karakteristikama obveznica koje emituju državni organi, pri čemu ćemo ih posmatrati iz tri ugla:

1. obveznice koje emituju organi centralne vlasti – obveznice trezora
2. obveznice lokalnih organa vlasti – municipalne obveznice
3. obveznice koje emituju državne agencije na bazi hipoteka – hipotekarne obveznice

1.1. Domaći javni dug Republike Srpske - emisija obveznica

Nominalni iznos domaćeg duga, način izmirenja i vrijednost duga u neto sadašnjoj vrijednosti, određeni su Odlukom o okviru za sveobuhvatnu strategiju za izmirenje potraživanja prema Vladi Republike Srpske (Službeni glasnik Republike Srpske broj 102 od 06.12.2003.), odnosno Odlukom o strateškom planu za izmirenje unutrašnjih potraživanja prema Vladi Republike Srpske (Službeni glasnik Republike Srpske broj 108 od 18.12.2003.)

Navedeni dokumenti su bili osnova za donošenje Zakona o utvrđivanju i načinu izmirenja unutrašnjeg duga Republike Srpske.

Rješenju domaćeg duga pristupilo se sa ciljem održanja makroekonomske stabilnosti i fiskalne solventnosti, te je ukupan iznos domaćeg duga sveden na 373 miliona KM u neto sadašnjoj vrijednosti kombinovanim otpisom, isplatom u gotovini, te predviđenim izdavanjem dugoročnih obveznica.

Pored isplata u gotovini i otpisa, dominantan način otplate domaćeg duga predviđen je izdavanjem obveznica.

Tabela 1. daje prikaz uslova, osnova i iznosa u kojima se planira izdavanje obveznica prema pozitivnim zakonskim propisima.

Tabela 1: Isplata duga izdavanjem obveznica prema pozitivnim zakonskim propisima

| Kategorija duga | Krajnji rok za emisiju | Dospjeće | Kamatna stopa | Procjena iznosa glavnice |
|---|-------------------------------|-----------------|----------------------|---------------------------------|
| 1. Opšte obaveze | 30.06.2007. | 25 godina | 1.5 % | 167,6 |
| 2. Potraživanja iz ratnog perioda | 30.06.2008. | 35 godina | 1.5 % | 600,0 |
| 3. Potraživanja po osnovu stare devizne štednje | 31.03.2008. | 13 godina | 2.5 % | 719,8 |
| Ukupno | | | | 1487,4 |

Nezvanični podaci govore da je u procesu verifikacije do 31. januara 2007. godine iznos potvrđenih potraživanja po osnovu stare devizne štednje bio oko 100 miliona KM, što je znatno manje od očekivanog. Procjene su da se u produženom roku taj iznos može povećati najviše do 200 miliona KM, i da bi se po osnovu sudskih rješenja moglo računati sa najviše do 150 miliona KM, koji bi padali na teret budžeta RS-a, ili bi se, kao što je navedeno, taj dug rješavao emisijom drugog (sledećeg) izdanja obveznica. Ukoliko se ovom pridoda ranija procjena potraživanja iz ratnog perioda koja su dostizala iznos od 6 milijardi KM, a koje studija Svjetske banke procjenjuje u jednom scenariju na iznos od 3 milijarde KM, onda je jasno da je pitanje domaćeg duga, iznosa i otplate, još uvijek vrlo neizvjesno.

Zato, data je procjena nekih elemenata duga. *Ukoliko posmatramo samo izmirenje duga izdavanjem obveznica, onda su moguća najmanje tri različita scenarija prikazana u Tabeli 2.*

Tabela 2: Tri moguća scenarija otplate duga izdavanjem obveznica (milioni KM)

| | Nominalna vrij. obv. – procjena verifikacije | Pozitivni propisi | Svjetska banka scenario „sporijih reformi“ |
|--------------------------------|---|--------------------------|---|
| RS (ukupno) | 967,6 | 1487,4 | 3951,0 |
| Opšte obaveze | 167,6 | 167,6 | 176,0 |
| Devizna štednja | 200,0 | 719,8 | 776,0 |
| Potraživanja iz ratnog perioda | 600,0 | 600,0 | 3000,0 |

Prva kolona zanemaruje iznos potraživanja koji će građani pokušati naplatiti sudskim putem. Druga kolona pretpostavlja da iznos potraživanja neće preći iznose koji su predviđeni zakonima. Studija Svjetske banke naglašava neizvjesnost u vezi potraživanja iz ratnog perioda.

Domaći javni dug RS koji će se izmirivati emisijom obveznica obuhvata ratna potraživanja, opšte obaveze i staru deviznu štednju. **Zakonom o utvrđivanju i načinu izmirenja unutrašnjeg duga RS (Sl. glasnik RS br. 63/04) su definisani uslovi emisije obveznica u RS, osim stare devizne štednje.**

1.1.1. Ratna potraživanja

Obaveze po osnovu materijalne i nematerijalne štete nastale u periodu ratnih dejstava (ratna potraživanja) se po okončanju procesa registracije izvršnih odluka, te po okončanju procesa verifikacije, izmiruju emisijom dugoročnih obveznica čija emisija mora uslijediti najkasnije 30.06.2008. godine (Izmjene i dopune zakona o utvrđivanju ..., Sl. glasnik RS, 2005., član 10). Obveznice za izmirenje obaveza za ratna potraživanja se izdaju na iznos glavnice od 600 miliona KM.

Tabela 3: Uslovi emisije obveznica za izmirenje ratnih potraživanja u RS

| | |
|--|-------------------------------|
| Ratna potraživanja – emisija obveznica | 600.000.000 KM |
| Datum emisije (najkasnije) | 30. 06. 2008. |
| Vrsta obveznice | anuitetska (jednaki anuiteti) |
| Godišnja kamatna stopa | 1,50% |
| Grace period | 25 godina |
| Interkalarne kamate | 270.567.212 KM |
| Iznos duga 30.06.2033. | 870.567.212 KM |
| Mogućnost prijevremenog otkupa | DA |
| Rok dospijeća (najkasnije) | 30. 06. 2043. |

Emisija anuitetskih obveznica – jednaki anuiteti:

Kako bi se nominalni iznos duga amortizovao sa 10 jednakih anuiteta (2034. - 2043.), pojedinačan anuitet iznositi 94.399.234 KM. Na ime kamate će se ukupno platiti 343.992.400 KM.

Neto sadašnja vrijednost ukupnog duga, aplicirajući zahtijevane stope povrata od 6%, 7% i 8%, iznosi 162 mil. KM, 122 mil. KM i 92 mil. KM, respektivno. Ako cijenu obveznice testiramo za tri diskontne stope 6%, 7% i 8%, dobivamo rezultate kao u tabeli ispod. Kod emisije obveznica sa jednakim anuitetima, građanin koji potražuje nominalno 1.000 KM, će svoju obveznicu moći prodati po cijeni od 269,8 KM (optimistično), 203,6 KM (realno) ili 154,2 KM (pesimistično). Kako vrijeme bude odmicalo to će obveznice dobijati na cijeni.

Tabela 4: NSV obveznica za ratna potraživanja u RS - Jednaki anuiteti

| | |
|---|--------|
| Neto sadašnja vrijednost novčanih tokova pri diskontnoj stopi 6% (udio u nominalnom dugu) | 26,98% |
| Neto sadašnja vrijednost novčanih tokova pri diskontnoj stopi 7% (udio u nominalnom dugu) | 20,36% |
| Neto sadašnja vrijednost novčanih tokova pri diskontnoj stopi 8% (udio u nominalnom dugu) | 15,42% |

Mogućnost prijevremenog otkupa kod ovih obveznica takođe, kao i kod obveznica za staru deviznu štednju, nema neko ekonomsko značenje, jer se je gotovo nemoguće zadužiti po kamatnoj stopi manjoj od 1,5%. Ipak, ova opcija dodaje vrijednost povjeriocima, jer ako ikada dođe do prijevremenog otkupa, povjerioci brže dolaze do svojih potraživanja.

1.1.2. Opšte obaveze

Dio opštih obaveza RS se izmiruju emisijom dugoročnih obveznica čija emisija mora uslijediti najkasnije 30.06.2007. godine (Izmjene i dopune zakona o utvrđivanju ..., Sl. glasnik RS, 2005., član 6). Obveznice za izmirenje opštih obaveza se izdaju na iznos glavnice u vrijednosti od 167,6 miliona KM.

Tabela 5: Uslovi emisije obveznica za izmirenje opštih obaveza u RS

| | |
|--|-------------------------------|
| Ratna potraživanja – emisija obveznica | 167.600.000 KM |
| Datum emisije (najkasnije) | 30. 06. 2007. |
| Vrsta obveznice | anuitetska (jednaki anuiteti) |
| Godišnja kamatna stopa | 1,50% |
| Grace period | 15 godina |
| Interkalarne kamate | 41.938.894 KM |

| | |
|--------------------------------|----------------|
| Iznos duga 30.06.2022. | 209.538.894 KM |
| Mogućnost prijevremenog otkupa | DA |
| Rok dospjeća (najkasnije) | 30. 06. 2032. |

Emisija anuitetskih obveznica – jednaki anuiteti:

Kako bi se nominalni iznos duga amortizovao sa 10 jednakih anuiteta (2023. - 2032.), pojedinačan anuitet iznositi 22.721.178 KM. Na ime kamate će se ukupno platiti 59.611.777 KM.

Neto sadašnja vrijednost ukupnog duga, pri zahtijevanim stopama povrata od 6%, 7% i 8%, iznosi 70 mil. KM, 58 mil. KM i 48 mil. KM, respektivno. Ako cijenu obveznice testiramo za tri diskontne stope 6%, 7% i 8%, dobivamo rezultate kao u tabeli ispod. Kod emisije obveznica sa jednakim anuitetima, građanin koji potražuje nominalno 1000 KM, će svoju obveznicu moći prodati po cijeni od 416,3 KM (optimistično), 345,1 KM (realno) ili 286,8 KM (pesimistično). Kako vrijeme bude odmicalo to će obveznice dobijati na cijeni.

Tabela 6: NSV obveznica za opšte obaveze u RS

Jednaki anuiteti

| | |
|---|--------|
| Neto sadašnja vrijednost novčanih tokova pri diskontnoj stopi 6% (udio u nominalnom dugu) | 41,63% |
| Neto sadašnja vrijednost novčanih tokova pri diskontnoj stopi 7% (udio u nominalnom dugu) | 34,51% |
| Neto sadašnja vrijednost novčanih tokova pri diskontnoj stopi 8% (udio u nominalnom dugu) | 28,68% |

1.1.3. Stara devizna štednja

Stara devizna štednja regulisana je identično kako u RS tako i u FBiH i Distriktu Brčko.

Uslovi vezani za emisiju obveznica će biti naknadno doneseni. Zato, u nastavku naznačavamo moguće forme emisije obveznica za staru deviznu štednju u dva scenarija: a) procjena (**200 mil. KM**), što možemo smatrati realnim scenarijem i b) Zakonom predviđeno (**773 mil. KM**), što je pesimistični scenarij, tj. gornji limit emisije obveznica.

Tabela 7: Uslovi emisije obveznica za staru deviznu štednju u RS

| | Stara devizna štednja stvarno verifikovano | Stara devizna štednja – iz Zakona |
|--|--|-----------------------------------|
| Dug | 186.778.107 KM | 719.800.000 KM |
| Ukamaćivanje:god.kam.st. (31.12.1991. – 14.04.2006.) | 0,50% | 0,50% |
| Dug na datum 14.04.2006. (nominalno) | 200.000.000 KM | 772.960.935 KM |
| Datum emisije (najkasnije) | 31.03.2008. | |
| Godišnja kamatna stopa | 2,50% | |
| Mogućnost prijevremenog otkupa | DA | |
| Rok dospijeća (najkasnije) | 31.12.2020. | |

a) Procjena obaveza po osnovu stare devizne štednje

Nominalni dug: 200.000.000 KM

Emisija kuponskih obveznica:

Iznos kupona koji bi se plaćao na kraju svake godine u

periodu (2008. - 2020.) iznosi 5 mil. KM. Nominalni iznos duga od 200 mil. KM dospijeva na naplatu na kraju perioda, tačnije 31.12.2020. godine. Ukupan iznos za platiti na kraju perioda iznosi 205 mil. KM. Ukupni iznos kamata kod ovog sistema amortizacije je 65 mil. KM.

Emisija anuitetskih obveznica – jednaki anuiteti:

Da bi se nominalni iznos dug amortizovao sa 13 jednakih anuiteta, pojedinačan anuitet mora iznositi 18.209.654 KM. Na ime kamate se u ovom slučaju plaća 36.725.504 KM.

Emisija anuitetskih obveznica – degresivni anuiteti:

Emisija anuitetskih obveznica, gdje je svaki naredni anuitet manji od predhodnog za 5%, podrazumijeva da je prvi anuitet 23.900.147 KM, a posljednji 12.914.686 KM. Ukupno na ime kamate bi se platilo 32.623.918 KM.

Neto sadašnja vrijednost je najveća kod sistema amortizacije degresivnim anuitetima (npr. 165 mil. KM pri diskontnoj stopi od 6%), a najmanja kod emisije kuponskih obveznica (npr. 138 mil. KM pri diskontnoj stopi od 6%).

Stara devizna štednja RS

NSV obveznice: uporedni prikaz

(diskontna stopa 6%, 7% i 8%, respektivno)

b) Obaveze po osnovu stare devizne štednje iz Zakona

Nominalni dug: 772.960.935 KM

Emisija kuponskih obveznica:

Iznos kupona koji bi se plaćao na kraju svake godine u periodu (2008. - 2020.) iznosi 19.324.023 KM. Nominalni dug od 772.960.935 KM dospijeva na naplatu na kraju perioda. Ukupan iznos za platiti na kraju perioda iznosi 792.284.958 KM. Ukupni iznos kamata kod ovog sistema amortizacije je 251.212.304 KM.

Emisija anuitetskih obveznica – jednaki anuiteti:

Da bi se nominalni iznos dug amortizovao sa 13 jednakih anuiteta, pojedinačan anuitet mora iznositi 70.376.757 KM. Na ime

kamate se u ovom slučaju plaća 141.936.900 KM.

Emisija anuitetskih obveznica – degresivni anuiteti:

Emisija anuitetskih obveznica, prvi anuitet iznosi 92.369.401 KM, a posljednji 49.912.738 KM. Ukupno na ime kamate bi se platilo 126.085.073 KM. Zahtjevi štediša (kamatna stopa 5%, 5 godina) rezultirali bi jednakim godišnjim anuitetima u pojedinačnom iznosu od 178.534.496 KM. Na ime kamate se plaća 119.711.545 KM.

Stara devizna štednja RS: Godišnje obaveze emitenta – **zahtjevi štediša vs. uslovi iz Zakona**

2. DOMAĆI JAVNI DUG I RESTITUCIJA – EMISIJA OBVEZNICA

Vraćanje ranije oduzete imovine njihovim vlasnicima predstavlja poseban problem ne samo finasijske nego, isto tako, političke i moralne naravi. To je nasljeđe izuzetno teško za BiH, koja još nije definirala pristup rješavanju ovog problema.

I po restituciji BiH zaostaje za skoro svim zemljama u tranziciji. Osim što je formirana Komisija za restituciju na nivou BiH još 2004. godine, nije se nažalost do sada uradilo puno više. Fizička i pravna lica su pozvana da dostave svoje zahtjeve za povratom imovine koja je pod restitucijom. Međutim, još nisu poznati sljedeći koraci koji će se poduzimati u tom pravcu. Bez obzira na mogući jedinstven pristup rješenju restitucije u BiH, još je neizvjesno da li će ona biti provedena na isti način u cijeloj zemlji. Republika Srpska, naime, ovaj projekat želi realizirati zasebno i nezavisno od F BiH i DB.⁷ Prema anketi koju je provela Komisija za restituciju zahtjevi za povrat imovine podneseni su od strane 375.000 potražilaca u grubo procijenjenoj vrijednosti od 55,8 mlrd KM. U pomenutoj studiji se pretpostavlja da će se vrijednost imovine pod restitucijom svesti na dvije trećine navedenog iznosa, tj. na oko 37,2 mlrd KM. To je ogroman, naprosto nesavladiv iznos duga za postojeću, pa i ekonomsku i finasijsku snagu BiH u budućnosti. Na F BiH od procijenjenog iznosa odnosi se nešto manje od 60% na RS oko 40% i na DB oko 0,5%.⁸ Tri su moguća rješenja:

- naturalni povrat
- zamjenska restitucija i
- finansijska (novčana) restitucija.

U studiji Komisije za restituciju se predlaže da se povrat imovine u nekoj od navedenih formi izvrši u vremenu od 2013. do 2028. godine. Preferira se povrat imovine u naturalnom obliku, kao osnovni vid rješavanja problema restitucije. Finansijska restitucija, dakle isplata vrijednosti oduzete imovine u novcu, procjenjuje se na iznos od 1.464 miliona KM glavnice.⁹ Sa ovim iznosom duga ćemo u ovom radu ići u izradu otplatnog plana na 15 godina (2013 – 2028. godina) sa kamatom od 2,5%. Sredstva bi za ove potrebe osigurali entiteti i DB. Mi ćemo, dakle, uz domaći i vanjski dug uzeti u obzir još i finansijsku restituciju kao obavezu BiH u okviru njenog javnog duga. Naravno, da će se i ova obaveza otplaćivati obveznicama emitovanim od strane Vlada entiteta i DB.

Obaveze po osnovu finansijske restitucije su procijenjene na 1.464 mil. KM glavnice, odnosno 1.801 mil. KM duga ukupno (zajedno s kamatom).

Tabela 8: Uslovi emisije obveznica za izmirenje obaveza po osnovu finansijske restitucije

| | |
|---|------------------------------|
| Finansijska restitucija – emisija obveznica – procjena Ekonomskog instituta | 1.464.000.000 KM |
| Datum emisije (najkasnije) | 01.01.2013. |
| Vrsta obveznice | Anuitetska, rastući anuiteti |
| Godišnja kamatna stopa | 2,50% |
| Rok dospeljeća (najkasnije) | 01. 01. 2028. |

Emisija anuitetskih obveznica – progresivni anuiteti:

Ako je svaki naredni anuitet veći od prethodnog za 3,5%, tada prvi anuitet mora iznositi 93.384.819 KM, a posljednji 151.161.495 KM. Ukupno se na ime kamate plaća 337,90 mil. KM.

Neto sadašnja vrijednost ukupnog duga u momentu emisije (01.01.2013.), aplicirajući zahtijevane stope povrata od 6%, 7% i 8%, će iznositi 1.124 mil. KM, 1.047 mil. KM i 979 mil. KM, respektivno. Neto sadašnja vrijednost sa 01.01.2008., pri navedenim stopama, iznositi će

840 mil. KM, 747 mil. KM i 666 mil. KM.

Ako tržišnu vrijednost obveznice u momentu njene emisije testiramo za tri diskontne stope 6%, 7% i 8%, dobijamo rezultate kao u tabeli ispod. Kod emisije obveznica sa rastućim anuitetima, građanin koji potražuje nominalno 1.000 KM, će svoju obveznicu moći prodati po cijeni od 767,8 KM (optimistično), 715,8 KM (realno) ili 668,9 KM (pesimistično). Kako vrijeme bude odmicalo to će obveznice dobijati na cijeni. Pod pretpostavkom da će 60% obaveza po osnovu finansijske restitucije pripasti FBiH, a 40% RS grafikom u nastavku daje pregled kretanja ostatka duga u periodu otplate obveznica.

Restitucija: ostatak duga u periodu otplate

3. MAKROEKONOMSKE I FISKALNE IMPLIKACIJE OTPLATE UKUPNOG (JAVNOG) DUGA

Javni dug države predstavlja ukupna dugovanja države prema kreditorima u određenom periodu. To su dugovanja države povjeriocima kako unutar zemlje tako i u inostranstvu. Javni dug predstavlja danas veoma bitan izvor finansiranja državnih programa potrošnje. Moguće je posmatrati ga kao prihod države ostvaren na temelju tržišnih odnosa gdje se država obavezuje na protuuslugu za posudbu, a koja se sastoji u vraćanju posuđenog novca uz određenu kamatu. Kao jedan od načina finansiranja javne potrošnje, javni dug povećava mogućnost djelovanja države na ekonomiju kroz povećanje javne potrošnje. Postoji više mogućnosti i aranžmana kako zaduženja države, tako i otplate dugovanja. "Mnoštvo oblika zaduženja omogućuje državi da udovolji zahtjevima različitih skupina vjerovnika u pogledu oblika ulaganja, da se fleksibilno prilagođava kretanju kamatnih stopa, te da na taj način ostvaruje fiskalne i stabilizacijske ciljeve. Drugim riječima, država može provoditi politiku strukturiranja duga ("debt management"), koja postaje neophodna zbog rastućeg značenja duga i njegove otplate u državnom sektoru."¹⁰ Država će birati onaj aranžman koji joj donosi najviše koristi, odnosno najmanje troškove. Iako je teško odrediti apsolutni iznos granice zaduživanja jedne zemlje, u principu ova

granica je do nivoa zaduženosti države kada postaju ugroženi osnovni makroekonomski ciljevi. Istina, u praksi srećemo i formalna ograničenja po pitanju javnog zaduživanja. Imamo primjer Evropske monetarne unije koja je Mاستrihtskim kriterijima definisala maksimalan nivo javnog duga za sve zemlje članice. Zemlje članice EMU moraju poštovati formalnu granicu javnog zaduživanja i ona iznosi 60 % visine BDP-a. Dođe li do prekoračenja definisanog nivoa zaduživanja, zemlja članica će se suočiti sa sankcijama koje su srazmjerne prekoračenoj visini duga.

Premda još uvijek vlada mišljenje da ekonomisti nisu odgovorili koji je to nivo optimalnog nivoa zaduživanja, moguće je sresti definicije koje pokušavaju dati odgovor na ovu dilemu. Tako na primjer jedna od njih jeste da: "Optimum zaduživanja nije dosegnut sve dok dodatni javni rashodi (ukupni ili u nekoj posebnoj formi, npr. Javne investicije), koji se finansiraju zaduživanjem (1) omogućuju bolje iskorištenje proizvodnog potencijala, (2) povećavaju ili poboljšavaju proizvodni kapacitet u ekonomiji i (3) dopuštaju da se očekuje dalje približavanje željenoj raspodjeli. Pri donošenju odluka o tome treba li nužne rashode finansirati dodatnim porezima ili javnim zaduživanjem, odlučujući su nedostaci pojedinog oblika finansiranja. Sve dok se ne dostigne optimalan nivo zaduživanja, država još uvijek ima prostor za zaduživanje koji može iskoristiti. On ipak, svakako, može biti različito velik, što zavisi o izabranom cilju."

Javni dug, korišten kao makroekonomski instrument, ima krakoročne i dugoročne efekte u makroekonomiji. Krakoročni efekti javnog duga primarno se posmatraju preko efekata na ukupnu potrošnju (agregatnu tražnju), i što je za ekonomiju jedne zemlje naročito interesantno, efekata na privatne investicije. Dugoročni efekti javnog duga tiču se pitanja opterećenosti dugom budućih generacija i ekonomskog rasta kao dugoročne kategorije. Uticaj fiskalnog stimulansa na nacionalnu privredu koji dolazi iz porasta državne potrošnje na agregatnu tražnju (finansirane rastom zaduženosti), uključuje nominalno povećanje državne potrošnje i ostale efekte povećanja potrošnje koji su pokrenuti inicijalnom državnom potrošnjom.

Nakon vrlo kratkog presjeka osnovnih makroekonomskih implikacija javnog duga u ekonomiji, potrebno je istaći specifičnost

javnog duga u BiH u tom kontekstu. Naime, kada se govori o implikacijama javnog duga onda se primarno polazi od činjenice da je javni dug instrument države koji može biti aktivno upotrijebljen za ostvarenje određenih makroekonomskih ciljeva. Međutim, kada je u pitanju projekat saniranja postojećeg javnog duga u Bosni i Hercegovini, odnosno jednog dijela domaćeg duga, makroekonomske implikacije teško da se mogu posmatrati u gore navedenom kontekstu. Radi se o tome da je država odlučila da prihvati i sanira postojeći domaći dug koji je nastao ranije, i koji posmatran iz ugla države, neće biti upotrijebljen u funkciji stimuliranja privrede, pogotovo ne u kratkom roku. Država će u ovom slučaju praktično samo plaćati ranije preuzete obaveze od kojih teško da ima pozitivnih ekonomskih efekata danas. S druge strane, sektori stanovništva ili privrede koji će ovim projektom ostvariti neka od svojih potraživanja moguće je da će doći do dodatnih finansijskih sredstava u kratkom roku. Međutim, posmatrano u relativnim pokazateljima kao % BDP-a, radi se o sredstvima koja vjerovatno neće imati značajnije implikacije na postojeće makroekonomsko stanje u zemlji. A te implikacije bi se mogle posmatrati preko efekata na dodatni rast potrošnje, štednje, investicija, uvoza ili izvoza u Bosni i Hercegovini, a kao posljedica naplate dugovanja od države. Odgovor na ovo pitanje zahtijevao bi analizu graničnih sklonosti (engl. marginal propensities) pomenutih makroekonomskih kategorija i efekta multiplikatora u kratkom roku kao i efekata na ekonomski rast u dugom roku.

4. ZAKLJUČAK

Kreiranjem dugova država doprinosi povećanju opšteg blagostanja u zemlji. Cilj države, kao makroekonomske jedinice, nije stoga eliminisanje dugova kao izvora finansiranja, nego upravljanje dugom, tj. pronalaženje optimalnog iznosa duga. Prekomjerno zaduživanje može državu odvesti u poziciju fiskalne neodrživosti, tj. njene nesposobnosti da svojim prihodima otplati dospjele dugove. Osnovni matematski modeli trebaju dati odgovor na pitanje da li se mogu statistički opisati moguće poteškoće u otplati duga jedne ekonomske jedinice, u našem slučaju i države i entiteta.

Teret otplate duga po prirodi stvari redukuje mogućnost finansiranja redovnih funkcija države. Ukoliko vlada želi osigurati nastavak pružanja usluga građanima koje se finansiraju iz budžeta onda mora kompenzirati otplatu duga nekim drugim izvorom. Te mogućnosti su vezane za prodaju i/ili prihode od državne imovine, povećanje postojećih ili uvođenje novih poreza te novo zaduživanje. Ekonomska snaga BiH ne omogućava priznavanje i prihvatanje otplate svih dugova u njihovom punom iznosu. Kapacitet otplate je daleko niži od iznosa do sada identifikovanih obaveza institucija svih nivoa oganizovanja BiH.

Veliki raspon između potraživanja prema državi (dakle, potreba i očekivanja) s jedne i mogućnosti države da te potrebe zadovolji, odnosno očekivanja ispuni, s druge strane imaju svoje društvene, političke i socijalne implikacije. One se ogledaju u konfliktima i previranjima nastalim kao posljedica nerješavanja potraživanja, posebno građana, po više osnova. BiH je jedna od rijetkih tranzicijskih zemalja koja i u ovom, kao u nekim drugim oblastima, nije dovoljno uradila (primjer reforme sistema penzionog osiguranja, emisije obveznica, razvoja tržišta novca i sl.). Naravno, da su postojali objektivni razlozi za zaostajanje BiH za drugim zemljama u rješavanju mnogih problema, no ti razlozi gube svoju snagu protekom vremena od svršetka rata. Uostalom, domaće vlasti su sa međunarodnom zajednicom do sada mogle, odnosno morale uraditi daleko više. Na relaciji, pojedinačno pravo ili očekivanje i zajednički interes se naprosto

radi o sukobu interesa i želja ili dvostrukoj ulozi u kojoj se vlasnici potraživanja mogu naći. Naime, s jedne strane oni žele realizovati svoja potraživanja u punom nominalnom iznosu. No s druge strane oni ne žele podnositi teret otplate duga države. Dakle, kao povjerioci ne samo da očekuju, nego i zahtijevaju naplatu svojih potraživanja, a kao potencijalni poreski obveznici ne prihvataju bilo kakvo povećanje poreskog tereta kojim bi se njihova potraživanja alimentirala.

Domaće zakonodavstvo predviđa da se dugovi izmiruju isplatama u gotovini, otpisom i izdavanjem obveznica od strane vlada entiteta i DB. Centralno mjesto u ovom radu zauzima izmirenje dugova BiH izdavanjem obveznica od strane vlada entiteta i Distrikta Brčko. Dio domaćeg javnog duga će biti izmiren emisijom dugoročnih obveznica. Naša analiza javnog duga je rezultirala procjenama da će ukupna vrijednost emisija obveznica u FBiH biti oko 900 mil. KM, u RS 867,6 mil. KM, te u DB 94 mil. KM. Obaveze po osnovu finansijske restitucije su u dostupnim studijama procijenjene na 1,464 mrd. KM, i to na nivou cijele države. Navedeni iznosi ne uključuju kamatu, osim kamate po stopi od 0,5% (godišnje) za staru deviznu štednju u periodu 1991.- 2006.

Integrisanje Bosne i Hercegovine u budućnosti podrazumijevaće ispunjavanje svih ili, u najboljem slučaju, velike većine ekonomskih kriterija za članstvo. Naravno, nezaobilazni dio biće i politički kriteriji kao i kriteriji iz oblasti demokratije i ljudskih prava, vladavine zakona i konačno prihvatanje pravne stečevine EU ("acquis communautaire"). S obzirom na činjenicu da je glavni fokus rada na javnom dugu, u Bosni i Hercegovini glavna pažnja će biti na ovom "evropskom" kriteriju. Mastrihtski kriteriji konvergencije koji se odnose na fiskalnu oblast obuhvataju dva podkriterija. To su da ukupni budžetski deficit ne prelazi nivo od 3 % visine BDP-a i ukupni javni dug države do visine od 60 % BDP-a. Deficit konsolidovanog budžeta BiH posljednjih nekoliko godina nije prelazio definisani kriterij od 3 %, što je dio fiskalnih kriterija koji je trenutno na zadovoljavajućem nivou. Nažalost, ukupan javni dug BiH vjerovatno uveliko premašuje minimalni prag što sugerise i probleme sa kojima će se Bosna i Hercegovini u budućnosti suočiti.

5. LITERATURA

1. Prof.dr Jovan Sejmenović: *Akcionarstvo i hartije od vrijednosti*, UPS Banja Luka, 2008
2. Prof. dr Jovan Sejmenović: *Finansijak tržišta i berze*, UPS Banja Luka, 2008
3. IMF Country Report No 04/54: Bosnia and Herzegovina, Selected Economic Issues, 2004.
4. OECD: Estimating A Fiscal Reaction Function: The Case of Debt Sustainability in Brazil, Economics Department Working Papers No. 423 By Luiz de Mello, 2005.
5. Joseph E. Stiglitz: *Ekonomija javnog sektora*, prevod djela *Economics of the Public Sector*, Ekonomski fakultet, Beograd, 2004.
6. Dieter Brummerhoff: *Javne finansije*, 7. izdanje, MATE, Zagreb, 2007.
7. Ministarstvo finansija RS: *Dokument okvirnog budžeta Republike Srpske za period 2007.-2009. godine*, Banja Luka 2006.
8. Ministarstvo finansija i trezora: *Dokument okvirnog budžeta 2007.-2009. godine*, Sarajevo, 2006.
9. Svjetska banka: *Bosna i Hercegovina: obračun sa fiskalnim izazovima i jačanje perspektiva za rast – Pregled javne potrošnje i institucija*, 2006.
10. Sandra Švaljek: *Analiza održivosti politike zaduživanja u Republici Hrvatskoj*, Financijska teorija i praksa, br. 1, Zagreb, 2001.

ZAKONSKI TEKSTOVI

1. Zakon o utvrđivanju i načinu izmirenja unutrašnjih obaveza FBiH ("Sl. novine FBiH" 66/04 i 49/05)
2. Zakon o utvrđivanju i načinu izmirenja unutrašnjeg duga RS ("Sl. glasnik RS" 63/04)
3. Zakon o izmirenju obaveza po osnovu računa stare devizne štednje ("Sl. glasnik BiH" 28/06)
4. Zakon o vanjskom dugu FBiH, Zakon o Proračunima u FBiH ("Sl. novine FBiH" 19/06)
5. Zakon o trezoru u FBiH ("Sl. novine FBiH" 58/02)
6. Zakon o zaduživanju, dugu i garancijama BiH ("Sl. glasnik BiH" 52/05)
7. Zakon o utvrđivanju i načinu izmirenja unutrašnjeg duga Bosne i Hercegovine ("Sl. glasnik BiH" 44/04)
8. Zakon o privremenoj obustavi od izvršenja potraživanja nastalih za vrijeme ratnog stanja i neposredne ratne opasnosti ("Sl. novine FBiH" 39/98)
9. Zakon o privremenom odgađanju od izvršenja potraživanja po osnovu izvršnih odluka na teret budžeta institucija BiH i međunarodnih obaveza BiH ("Sl. glasnik BiH" 43/03 i 43/04)