



# УНИВЕРЗИТЕТ У НИШУ ПРАВНИ ФАКУЛТЕТ



**Предмет: ЈАВНЕ ФИНАНСИЈЕ И ФИНАНСИЈСКО ПРАВО**

**Проф. др Марина Димитријевић, редовни професор**

**ПРЕДАВАЊА  
Презентација бр. 10**

# Јавни зајам

## Појам и карактеристике јавног зајма

Јавни зајам (кредит) се јавља као посебан модалитет прибављања јавних прихода који заузима значајно место у структури прихода савремених држава.

Јавни зајам је данас најважнији нефискални јавни приход и значајан инструмент јавног финансирања.

Специфичност јавног зајма у односу на друге приходе држава огледа се у томе што се код њега стичу елементи како јавног прихода тако и јавног расхода. У време уписа, јавни зајам се појављује као јавни приход а у време отплате он представља јавни расход.

**Јавни зајам се може дефинисати са више аспеката (становишта).**

Са **економско-финансијског становишта** посматрано, јавни зајам означава позајмљена новчана средства држави.

Посматрано са **правног становишта**, јавни зајам је задужење државе на основу уговора о јавном зајму који она склапа са физичким и правним лицима као уписницима.

Према **инструментима из којих се састоји**, јавним зајмом се могу сматрати и хартије од вредности које држава емитује у виду обвезница, благајничких записа, сертификата и др.

Јавни зајам треба разликовати од јавног дуга.

Јавни дуг је шири појам који обухвата свако задужење државе како по основу уговора о зајму код физичких и правних лица, тако и све обавезе државе по другим основама, законским, уговорним, деликтним (нпр. накнада за експропријацију имовине, накнада штете и др.).

Треба имати у виду да укупно задужење државе чине јавни дуг и задужење приватног сектора.

Јавни зајам има ужи смисао и он обухвата само оно задужење државе које је организовано у виду зајма са јавним уписом.

## Разлози за закључивање јавног зајма

- појава ванредних, углавном великих јавних расхода
- временско непоклапање између прилива јавних прихода и извршења јавних расхода
- недостатак новчаних средстава за покриће редовних јавних расхода, односно немогућност додатног пореског оптерећења
- ширење функција државе и повећање државног интервенционизма у привреди
- захтев да се терет извршења одређених јавних расхода пребаци на будућу генерацију која ће имати користи од трошења средстава прикупљених јавним зајмовима

У савременој финансијској пракси, јавни зајам се користи као инструмент антицикличне политике (повећава се у време рецесије а смањује у време коњуктеуре). Ефикасно коришћење јавног зајма зависи од развијености тржишта хартија од вредности и нивоа штедње.

Снажно економско дејство јавног зајма мора се држати под контролом јер његово неразумно нагомилавање може да доведе до краха финансијског система, са несагледивим економско-политичким и социјалним последицама.

Ради одржавања фискалне дисциплине, земље чланице Европске уније, које су увеле евро, морају да поштују тзв. критеријуме конвергенције уведене Уговором из Мастрихта из 1991. године а његово спровођење осигурава Пакт о стабилности и расту. Уз ограничење величине годишњег буџетског дефицита на 3%, ограничава се удео јавног дуга у БДП на 60% на крају претходне финансијске године. Ако није тако, удео мора показивати тенденцију знатног смањивања и мора се задовољавајућом динамиком приближавати референтној вредности.

## Карактеристике јавног зајма су следеће:

- јавни зајам представља финансијски инструмент који у себи укључује и елементе јавног прихода и елементе јавног расхода – у тренутку закључивања јавни зајам је приход државе а у тренутку доспећа за враћање он се јавља као јавни расход;
- јавни зајам карактерише његова повратност за разлику од дажбинских прихода који представљају бесповратна давања држави;
- повратност јавног зајма се огледа не само у повраћају позајмљених средстава него и плаћању камате, тако да се камата може означити као једна од карактеристика јавног зајма, али не као општа особина будући да постоје и бескаматни јавни зајмови;
- јавни зајмови се углавном обезбеђују на добровољној основи, тј. на основу пристанка уписника а не на основу фискалног суверенитета државе – добровољност се не може сматрати битним елементом јавног зајма с обзиром на то да постоје и обавезни (принудни) јавни зајмови (они се од дажбина разликују само по томе што се износи уписаног обавезног јавног зајма враћају зајмодавцима, што није случај са средствима прикупљеним дажбинама);
- јавни зајам подразумева примену метода распоређивања јавног терета кроз време – држава пребацује терет отплате јавних кредита на будуће генерације тако што антиципира пораст будућих фискалних прихода из којих ће се отплаћивати јавни зајмови.

За јавни зајам се каже да је то антиципирани (предујмљени) порез одакле и потиче чврста корелативна веза између ова два најважнија модалитета прибављања јавних прихода. Оправдање за такво распоређивање јавног терета кроз време налази се у користима које будуће генерације имају од трошења позајмљених средстава (нпр. од изградње железнице, аутопутева, енергетских објеката и сл.).



## Сличност и разлике између јавног зајма и пореза

Данас су порез и јавни зајам основни облици јавних прихода имајући у виду чињеницу да су све савремене државе задужене, како оне индустријски развијене, тако и мање економски развијене државе. Трендови у савременим пореским системима усмерени на снижавање пореских терета, условљавају веће ослањање држава на позајмљена средства на националним, али све више и на међународним финансијским тржиштима.

## Први елемент разликовања пореза и јавног зајма јесте њихов правни карактер.

- порез има карактер опште обавезе којој подлежу сва физичка и правна лица на територији једне државе
- јавни зајам, карактерише његова уговорна природа (ради се о добровољном облику давања којим уписници поверавају своја слободна новчана средства држави, са поверењем у њен кредитни рејтинг видећи у томе добар „посао“)
- јавни зајам је, за разлику од обичних кредита, уговор по приступу јер држава једнострано утврђује услове емисије и отплате (потенцијалним уписницима остаје да те услове прихвате или не прихвате)
- држава реализује јавни зајам емитовањем обвезница и оне су поуздан облик инвестирања на тржишту хартија од вредности
- изузетак од уговорне природе јавног зајма јесте принудни јавни зајам (код ове врсте јавних зајмова, уписници су дужни да упишу одређени износ средстава, сразмерно њиховом доходу или имовини, па ови зајмови имају сличности са порезима; уз то како се тако уписани јавни зајмови враћају, њихов карактер је сличан зајмовима који нису обавезни)

Други елемент разликовања пореза и јавног зајма јесте противнакнада, тј. повраћај зајма.

- порез је бесповратно давање за разлику од зајма који се враћа уписнику – од тог правила постоји изузетак у случају тзв. вечите ренте, када поверилац добија само камату

У савременој финансијској теорији постоје идентична схватања о јавном зајму као могућем редовном извору јавних прихода, као што су и порези, али се поједини теоретичари разликују у схватањима о карактеру и интензитету макроекономских дејстава ова два инструмента јавних финансија.

На основу ових различитих схватања настале су:

- теорија асимилације јавног зајма и пореза и
- теорија о реалном карактеру јавног зајма.

Према теорији асимилације јавног зајма и пореза, макроекономски ефекти ова два инструмента јавних финансија готово да су идентични. Њихов главни аргумент јесте чињеница да се у оба случаја ради о суздржавању од потрошње уписника зајма и пореских обвезника у време уписа зајма. У фази отплате јавног зајма, запажа се појава смањивања вредности националне валуте, па се реални терет отплате све мање осећа, што не мора да утиче на повећање фискалног оптерећења.

**Теорија о реалном карактеру јавног зајма** истиче да макроекономски ефекти јавног зајма и пореза не могу бити идентични јер се ради о два различита инструмента економске политике. Психолошки притисак државе на потенцијалне уписнике зајма никада не може бити једнак правном притиску на којем почива законска обавеза плаћања пореза. За разлику од општости пореске обавезе, зајам уписују само она лица која имају поверење у државу и очекују остварење користи од камате. То значи да није сваки порески обвезник обавезно и уписник јавног зајма. У таквим условима, у тренутку уписа зајма, његови макроекономски ефекти не могу се изједначавати са ефектима пореза. У време отплате зајма, јавни зајам може да изазове пораст фискалног оптерећења. То се неће десити уколико држава у међувремену изврши девалвацију новца као последицу инфлаторних кретања, посебно ако је исувише оптерећена сервисирањем јавног дуга. Инфлација делује на смањење јавног дуга и тај уштеђени износ назива се инфлаторни порез. Такво понашање, међутим, смањује поверење у државу као зајмотражиоца што се негативно одражава на куповину следећих емисија обвезница јавног зајма.

# Јавни зајам у класичној и савременој финансијској теорији

## Класична финансијска теорија

- став о одбацивању јавног зајма као инструмента прибављања државних прихода (државни дугови представљају велику опасност по опстанак државе, како у политичком тако и у економском смислу)
- позната је у финансијској теорији изразито негативна оцена јавног зајма **Дејвида Хјума (*David Hume*)** која гласи: „**Или ће народ уништити јавни зајам или ће јавни зајам уништити народ**“.
- употреба јавног зајма се оправдава само у случајевима јављања ванредних јавних расхода, изазваних потребама припреме за рат, односно вођења рата

## Савремена финансијска теорија

- јавни зајам постаје важан инструмент економске и социјалне политике у оквиру тзв. функционалних финансија (коришћење фискалне политике за одржавање агрегатне тражње на жељеном нивоу без обзира на утицај на буџетски дефицит)
- државе користе јавни зајам не само за финансирање привредних инвестиција, него и за постизање макроекономских циљева
- **Џон Мејнард Кејнс (*John Maynard Keynes*)** је, као теоретичар тражње, посебну пажњу посветио испитивању улоге јавног зајма на дугорочну стабилизацију привредних токова и промену привредне структуре. Наиме, у условима привредне депресије, држава својим инвестицијама финансираним из средстава јавног кредита, делује на пораст производње, запослености, тражње и потрошње. Када оживе привредне инвестиције, држава смањује јавне расходе за инвестиције (и јавне зајмове), уздржавајући се од нових привредних улагања.



**Присталице јавних зајмова** сматрају да за успех јавног зајма треба да буду испуњена два услова:

- 1) обиље капитала на тржишту;
- 2) неспоран кредибилитет државе као зајмопримца, што у првом реду зависи од њене економске способности да врати позајмљена средства.

Јавни зајам остварује **позитивне ефекте** када се њиме финансира изградња великих привредних објеката, као и значајних објеката друштвене инфраструктуре, што су неопходне претпоставке укупног развоја земље. Такође, јавни зајам може да подстиче штедњу код становништва будући да су државне обвезнице један од најсигурнијих облика улагања.

Као негативне стране јавног зајма истичу се:

- 1) шпекулације обвезницама јавног зајма;
- 2) ова врста јавних прихода представља терет при њиховој отплати;
- 3) јавни зајам смањује предузетничку иницијативу (***crowding out*** ефекат).

Савремена финансијска пракса, независно од различитих теоријских схватања, показује велико учешће јавног задужења у приходима свих савремених држава.

Развијене тржишне привреде имају несразмерно већи унутрашњи јавни дуг док земље у развоју, због недовољне сопствене акумулације, принуђене су да се задужују у иностранству, а неке од њих су доспеле и у стање дужничке кризе.

Проблеми који су се испољили у вези са презадуженошћу великог броја земаља и неповољним економско-политичким последицама, утицали су на најновије финансијске теорије да упозоре савремене државе да врло опрезно и рестриктивно користе јавне зајмове.

**Монетаристи, теорија понуде и теорија благостања** указују да би се средства јавних зајмова боље искористила у тржишном него у јавном сектору.

*Crowding out* ефекат – истискивање приватних инвестиција са тржишта јер повећано државно позајмљивање утиче на раст камата због чега банкарски кредити постају скупљи.

## Класификације јавног зајма

- добровољни јавни зајмови  
принудни јавни зајмови  
патриотски јавни зајмови
- унутрашњи јавни зајмови  
инострани јавни зајмови
- краткорочни јавни зајмови  
средњорочни јавни зајмови  
дугорочни јавни зајмови
- амортизациони јавни зајмови  
рентни јавни зајмови
- јавни зајмови по паритету  
јавни зајмови испод паритета  
јавни зајмови изнад паритета
- јавни зајмови ужих територијалних јединица  
јавни зајмови ширих територијалних јединица

**Репатријација дуга** – Случајеви када обвезнице унутрашњег јавног зајма откупом од странаца постају део иностраног јавног зајма и, обрнуто, када се обвезнице националних јавних зајмова емитованих на страни, постепено откупом враћају у своју земљу.

Зајмове у иностранству држава обично закључује код комерцијалних банкарских организација, међународних финансијских институција или код друге државе. Отплата иностраних јавних зајмова може да представља посебан платнобилансни проблем, имајући у виду да је враћање предвиђено у страниој валути у којој је јавни зајам и закључен.

У савременим државама говори се о кризи јавног дуга и тешкоћама финансирања нагомиланих буџетских дефицита што представља велику опасност за одрживост система јавних финансија.



Летећи јавни зајмови се закључују на кратак рок (3, 6 или 9 месеци а најдуже годину дана) и њихова намена није унапред одређена. Они служе за покриће несталних и повремених потреба за средствима у променљивим износима (отуда и потиче њихов назив). Ова врста јавних зајмова данас се све чешће користи за покриће привременог буџетског дефицита (касени мањак). Најчешће се средства остварују привременим позајмницама код емисионе банке, бескаматно или са ниском каматном стопом. Летећи јавни зајмови се морају вратити до краја буџетске године.

У консолидоване јавне зајмове спадају они зајмови који се закључују на дужи рок од буџетске године и унапред имају тачно утврђену намену употребе. Ови зајмови се називају фундирани зајмови зато што су раније тражене реалне гаранције као услов њиховог добијања.

У савременој јавнофинансијској теорији и пракси уочена је тенденција скраћивања рокова враћања јавних зајмова и повећања камата као последица високе инфлације, платно-билансних дефицита и презадужености скоро свих данашњих држава.

Код рентног јавног зајма обавеза државе као дужника састоји се само у уредном плаћању уговорене камате. Држава овде не преузима обавезу да врати зајам у одређеном року, али резервише право да то учини када јој буде одговарало (с обзиром на повољну економску ситуацију или остварени суфицит у буџету). Уколико се држава обавезе да зајмодавцу стално исплаћује камату за зајам без прецизирања рокова враћања, такав зајам се назива **вечита рента**.

Рентни јавни зајмови се данас углавном јављају у високоразвијеним земљама чије становништво има високе дохотке, у којима су стабилне привредне и политичке прилике и које имају развијено тржиште хартија од вредности.

Јавни зајмови се могу закључивати са утврђеним роком враћања и они се називају амортизациони јавни зајмови. У пракси су уобичајени амортизациони јавни зајмови код којих држава већ код њиховог емитовања преузима обавезу да их отплати према утврђеном плану амортизације, уз плаћање камате и главнице (ануитета).

Амортизациони јавни зајмови имају **предност** у томе што се унапред знају годишње обавезе државе и што је познато да ће се угасити у одређеном року. У погледу рока отплате, амортизациони зајмови се деле на:

- **јавне зајмове са променљивим роком отплате;**
- **јавне зајмове са фиксним роком отплате.**

У данашњим условима, углавном се закључују зајмови са фиксним роком отплате.

Паритет зајма означава једнакост курса јавног зајма са номиналном вредношћу обвезница.

За обвезницу од 100, 500 или 900 динара каже се да се котира „ал пари“ онда када се продаје по 100, 500 или 900 динара.

Ако се обвезнице продају по својој номиналној вредности, односно ако је номинална каматна стопа (коју зајмодавац добија од државе) једнака реалној каматној стопи зајма, онда је реч о емисији јавног зајма по паритету. Код таквог зајма држава добија онолико средстава колики је њен дуг по том зајму.

Номинална камата се посматра у односу на износ зајма који држава признаје за свој дуг.

Реална камата се посматра у односу на суму коју је држава ефективно примила од повериоца.

Код јавних зајмова испод паритета обвезнице зајма продају се по износу нижем од износа означеног на обвезницима зајма. Код тих врста зајмова држава је примила мање средстава него што је њено задужење (нпр. ако за своју обвезницу од 100 динара прими само 80 динара). Номинална каматна стопа зајма је нижа од реалне каматне стопе зајма.

Јавни зајам изнад паритета је такав облик зајма када се обвезнице продају скупље него што је њихова номинална вредност. Тако се, нпр. обвезница чија је номинална вредност 500 динара продаје за 600 динара. У овом случају позајмљивања, номинална каматна стопа виша је од реалне каматне стопе.



Уобичајена је емисија јавних зајмова по паритету. Таква се емисија сматра најисправнијом са економског, финансијског и социјално-политичког становишта. У суштини, начин емисије јавног зајма (испод или изнад паритета) зависи од кредитне способности државе и тражње за обвезницима јавног зајма.

## Техника јавног зајма

### Администрирање јавним зајмом обухвата:

- емисију јавног зајма;
- отплату јавног зајма;
- консолидацију и конверзију јавног зајма.

## Емисија јавног зајма

Држава може да емитује јавни зајам на три начина:

- 1) емисијом јавног зајма путем обвезница;
- 2) уписом у главну књигу државног дуга;
- 3) закључивањем уговора о јавном зајму.

Прва два начина емисије првенствено се користе код унутрашњег задуживања државе док је трећи начин карактеристичан за иностране јавне зајмове.

1) Емисија јавног зајма путем обвезница може бити организована на три начина:

- јавним уписом (директна емисија);
- посредовањем банака (индиректна емисија);
- продајом обвезница зајма на берзи.

**Емисија јавног зајма са јавним уписом (директна емисија)** се реализује тако што се држава путем јавног позива обраћа потенцијалним уписницима зајма да упишу зајам. **Позив за упис јавног зајма** може бити временски ограничен или се зајам може уписивати без временског ограничења. То је најјефтинији начин емисије и најједноставнији за спровођење због тога што између државе као зајмопримца и потенцијалних зајмодаваца нема посредника. У позиву за упис јавног зајма објављују се место уписа (државна установа или пословна банка) и услови уписа јавног зајма (висина зајма, висина каматне стопе, рок враћања, начин амортизације и друге евентуалне погодности за уписнике).

**Предност директне емисије** су нижи трошкове емисије. **Недостатак** је у томе што је потребно више времена да држава прикупи планирану количину новчаних средстава. Уз то, држава никада не може са сигурношћу да рачуна ће бити уписан целокупан планирани износ јавног зајма (овај начин емисије обвезница се примењује када држави нису хитно потребна средства за финансирање одређене јавне потребе).

Индириектна метода емисије јавног зајма се користи у ситуацијама када су држави **хитно** потребна финансијска средства. Упис јавног зајма се поверава некој банци или конзорцијуму банака. Банке откупљују све обвезнице зајма, задржавајући право да део обвезница или све обвезнице могу касније продати другим заинтересованим лицима (банке продајом обвезница остварују одређену зараду у висини разлике између цене по којој су од државе купили обвезнице и цене по којој обвезнице продају). Предност оваквог начина емисије јавног зајма је у томе што држава одмах долази до потребних средстава а као слабост се истичу значајни трошкови (провизија банци и остали трошкови).

Уколико држава не успе директно да емитује обвезнице или да их пласира преко банака, остаје јој трећа, неповољна могућност, која се састоји у продаји државних обвезница на берзи према правилима берзанског пословања. На берзи се државне обвезнице могу продавати по њиховој номиналној цени (тада не губе ни држава ни поверилац) али и испод номиналне цене (тада држава губи, а поверилац добија јер му држава плаћа камату на номинални износ који је назначен на обвезници).

Обвезнице јавног зајма могу гласити на име или на доносиоца. Обвезнице на доносиоца су врло погодне за промет, јер се без икаквих посебних формалности могу преносити с једног на друго лице. Нови власник обвезнице има сва права која из обвезнице произилазе, независно од тога што се он првобитно није јавио као зајмодавац. Обвезнице на име су врло непогодне за промет с обзиром на административне сметње при преносу власништва и зато се у пракси ретко срећу.



2) Упис у главну књигу државног дуга је ређе коришћен метод уписа јавног зајма а састоји се у томе што држава јавно објављује понуду под којим условима је спремна да се задужи код својих физичких и правних лица. У понуди она нуди једнаке услове свима, при чему нема ни временског нити вредносног ограничења трајања уписа. У суштини ради се о директној емисији и о перманентном јавном упису када, ко и колико хоће да уложи средстава у државну касу.

3) За закључивање уговора о јавном зајму треба рећи да представља најраспрострањенији начин појављивања једне државе на иностраном финансијском тржишту. Уговор о јавном зајму (кредиту) садржи тачно дефинисане елементе: уговорне стране, предмет уговора, камата, рок и место испуњења уговорене обавезе. Посматран са финансијскоправног аспекта, може се дефинисати као двострано теретни уговор са израженим јавноправним садржајем, уз комплементарне облигационе елементе и елементе иностраности. Приликом доношења одлуке о задужењу у иностранству, држава посебно треба да води рачуна о платнобилансним ограничењима која из тога могу произићи, као и могућим валутним ризицима везаним уз инострани дуг.

## Отплата јавног зајма

Враћањем позајмљеног новца и плаћањем уговорних камата престаје уговор о јавном зајму. Код амортизационих јавних зајмова износи и рок отплате утврђују се амортизационим планом.

Начин отплате може бити организован тако да се:

- 1) јавни зајам исплаћује у једнаким ануитетима (део главнице и камате);
- 2) јавни зајам отплаћује у једнаким годишњим износима;
- 3) јавни зајам исплати у целости у уговореном року (случај код краткорочних зајмова).

Зависно од начина како су уређени рокови отплате јавног зајма разликују се:

- 1) јавни зајмови са променљивим роком отплате;
- 2) јавни зајмови са фиксним роком отплате.

Зајмодавац може да захтева да се у уговор о јавном зајму унесу и такве обавезе за зајмопримца путем којих се зајмодавац осигурава да ће му бити враћен не само износ новца који је позајмио држави већ да ће примити и новац исте вредности, јер у условима високе инфлације позајмљени новац у моменту враћања може бити обезвређен. Зато се раније у уговоре о јавном зајму уносила „златна клаузула“. Када је реч о иностраним јавним зајмовима, данас се зајмодавац осигурава тако да се предвиди однос позајмљених страних средстава плаћања према некој другој валути.

Када држава зајмопримац, противно својим уговорним обавезама, једнострано престане да плаћа камате и главницу за узете зајмове онда се такав случај у теорији назива државно банкротство.

Разлози за државно банкротство се најчешће налазе у томе што се зајмопримац налази у озбиљним економским тешкоћама које га онемогућавају да уредно извршава своје обавезе или у томе што нови политички режим одбија да призна дугове које је направио ранији режим.

Поред отвореног банкрота (репудијација) држава може да изврши и прикривени банкрот привременом обуставом враћања зајма – мораторијум, принудном конверзијом и додатном емисијом новца. До мораторијума најчешће долази код иностраних зајмова због несташице валуте у којој се јавни зајам мора вратити.

Државно банкротство се може испољити у два различита вида: делимично банкротство и тотално банкротство.

Ако држава приступи само одлагању плаћања по споразуму или без споразума, опорезивању камата од обвезница, високој инфлацији са циљем умањења своје обавезе, онда је реч о делимичном банкротству. Када држава обустави свако плаћање по основу јавног зајма онда се говори о тоталном банкротству.

## Консолидација и конверзија јавног зајма

Консолидација (репрограмирање) и конверзија јавног зајма су финансијске операције којима држава зајмопримац накнадно мења одређене услове који су утврђени уговором о јавном зајму.

Консолидација јавног зајма је таква финансијска операција којом се више раније закључених уговора о зајму са различитим условима замењује једним новим зајмом, затим претварају летећи зајмови у зајмове са дужим роком отплате, као и временски ограничени јавни зајмови у рентне јавне зајмове.

Консолидација јавног зајма је мотивисана разлозима поједностављења поступка отплате јавног зајма као и настојањем зајмопримца да олакша терет државног дуга.

Конверзија јавног зајма представља укупност промена оних саставних делова уговора о јавном зајму којима се постиже побољшање финансијског положаја дужника. Конверзија јавног зајма може се дефинисати као финансијска операција којом се држава користи да би раније склопљени јавни зајам претворила у нови јавни зајам са повољнијим условима. Конверзија јавног зајма се врши смањењем каматне стопе јавног зајма (одједном или поступно), променом висине зајма (главнице) или променом висине зајма и висине каматне стопе јавног зајма. О конверзији јавног зајма се говори и онда када се промени валута јавног зајма.

Конверзија јавног зајма може бити добровољна и принудна. Код добровољне конверзије јавног зајма обе стране уговора о јавном зајму споразумевају се о новим условима јавног зајма. Код принудне конверзије јавног зајма држава једнострано мења неки елемент јавног зајма, било да смањује каматну стопу или мења уговорени рок отплате јавног зајма. У финансијској теорији принудна конверзија се сматра делимичним банкротом државе.



## Важност утврђивања границе задуживања савремених држава

- битно је да кроз дужи временски период стопа раста јавног дуга не буде већа од стопе раста бруто друштвеног производа

Репрограмирање дуга у суштини представља задуживање које функционише тако да се нови кредити углавном користе за плаћање камата на неподмирене кредите, па се износи неподмирених кредита повећавају по каматним стопама.

Услови који се намећу при репрограмирању дугова познати су као ММФ „програм структурног прилагођавања“.

Три су компоненте ММФ-ове политике према којима се доминантно обликују економске политике задужених земаља:

- 1) либерализација трговинских и капиталних токова;
- 2) приватизација;
- 3) постојање одређеног нивоа девизних резерви како би се дуг могао уредно отплаћивати.

Реструктурирање дуга обухвата мере усклађивања рокова доспећа и структуре власништва дуга како би се избегла неликвидност и инфлација. Зато је важно при анализи и оцени укупне задужености неке земље водити рачуна о структури зајмодаваца, као и о рочности јавног зајма.

## Криза јавног дуга

Нивои јавног дуга почели су интензивније да расту од раних 1970-их година.

Више је опција решавања проблема постојања високог нивоа јавног дуга: фискална консолидација (фискална штедња), реструктуирање дуга, инфлација, економски раст, „финансијска репресија“.

- Фискална консолидација (фискална штедња) усмерена је на смањење буџетског дефицита државе путем повећања пореза, смањењем државне потрошње или комбинацијом ових мера.
- Реструктуирање дуга је начин да држава олакша терет отплате јавног дуга уз ограничење мера штедње наметнутих грађанима.

- Инфлација се, уколико је јавни дуг деноминован у домаћој валути, може користити од стране државе како би се смањила реална вредност дуга. Ова опција је проблематична за земље са тржиштима у развоју јер велики део јавног дуга представљају преузете обавезе у иностраној валути. Исто тако, земље чланице еврозоне не могу да користе инфлацију, како би смањиле реалну вредност дугова, зато што су се прихватањем заједничке валуте одрекле вођења националних монетарних политика.
- Економски раст омогућава држави да смањи величину јавног дуга у зависности од раста бруто друштвеног производа.
- „Финансијска репресија“ углавном се односи на коришћење државних политика да подстакну или принуде домаће инвеститоре да купе владине обвезнице по вештачки ниској каматној стопи (ова опција је данас најмање изводљива због глобалног процеса финансијске либерализације).