

## **ODRŽIVOST DEFICITA BUDŽETA**

Milorad Perović<sup>1</sup>

Nusret Softić<sup>2</sup>

**Sažetak:** *Suština ovog istraživanja je da se analizom održivosti budžetskog deficita ustanovi da li vlada njime može da umani negativne posledice a da ne ugrozi ukupnu ravnotežu. Poslednjih decenija, neke razvijene zemlje suočavaju se s enormnim budžetskim deficitima, što privlači veliku pažnju ekonomista. Rizik od neispunjavanja obaveza visi kao Damoklov mač iznad glava nekih članica EU i svi se slažu da je povećanje javnog duga neodrživo. Državni budžeti poprimaju formu i razmere Poncijeve šeme – pomenimo samo federalni deficit SAD. Ovo je centralna tema i za područje EMU jer dug ne može neprestano da raste brže od nacionalnog prihoda. Tokom vremena, sve veći deo budžeta je posvećen servisiranju duga, sve dok, na kraju, njegova veličina ne primora vlasti da dug finansiraju ili štampanjem novca ili neizvršenjem obaveza. Rad ukazuje da su rešenja moguća ukoliko izvršna vlast odustane od nerazumnog trošenja i neoliberalnog koncepta upravljanja ekonomijom. Ali, bez ozbiljnih promena u ekonomskoj politici zemlje, ovaj rizik će dostići tačku kada neće moći da se izbegnu ozbiljni neželjeni efekti.*

**Ključne reči:** *budžetski deficit / prihod / javni dug / državna potrošnja / monetarna unija / održivost.*

---

1 Doktorand Fakulteta za ekonomiju i inženjerski menadžment Univerziteta Privredna akademija u Novom Sadu, e-mail: milorad.perovic@djerdap.rs; tao308w@gmail.com

2 Fakultet za ekonomiju i inženjerski menadžment u Novom Sadu, Cvečarska 2, 21000 Novi Sad, Srbija, E-mail: nsoftic@yahoo.com

## 1. UVOD

Budžetski deficit nastaje kada država troši više od dostupnih prihoda za plaćanje potrošnje u određenom fiskalnom periodu. Državni budžeti postaju sinonim Poncijeve šeme<sup>3</sup> – pomenimo samo federalni deficit SAD ili deficit Japana.

Stalni budžetski deficit savremenih država rezultat je ekspanzije neproizvodnih i vojnih rashoda, s jedne, ali i teškoća u povećanju poreskih prihoda s druge strane, ("poreska država"<sup>4</sup> je već odavno dostigla tzv. poreski limit). Deficit javnog sektora raste brže u odnosu na rast društvenog proizvoda u razvijenim ekonomijama (Komazec, 1976). On postaje *eo ipso*, sebi svrha i rezultat autonomnog povećanja državnih izdataka, bez obzira na ekonomski razvoj (Vincente, 1997, str.16).

Stalni rast deficita praćen je i sve većim rastom javnog duga (Komazec, 1976). Tu su velikim delom i uzroci preteranog kreiranja novca i ekspanzije bankarskih kredita. Sve stabilizacione politike polaze od sledećih postavki: ograničavanje državnih rashoda, snižavanje poreskog tereta i politike uravnoteženog budžeta, odnosno svođenje budžetskog deficita na „uobičajeni nivo“. Opterećenje društvenog proizvoda porastom javnog duga u svim privredama je sve veće, a time i servisiranje duga (plaćanje kamata i gašenje duga) (Komazec, 1976).

## MATEMATIČKA POSTAVKA ODRŽIVOSTI DEFICITA BUDŽETA

Suština analiza održivosti budžetskog deficita neke zemlje leži u pretpostavci da vlada ovim deficitom može da apsorbuje negativne šokove a da pritom ne ugrozi ukupnu stabilnost. Međutim, 80-ih i 90-ih godina, mnoge države Zapadne Evrope iskusile su da im je deficit napravio velike probleme (Lipsey, 1999, str. 67–68).

Problem održivosti se može formulisati na sledeći način: budžetski deficit vodi rastu vladinog duga koji mora da se servisira u budućnosti; ako kamatne stope na vladin dug premaše stopu rasta ekonomije, dug je postavljen dinamički, što dovodi do sve većeg duga u odnosu na BDP. Ovo može postati neodrživo i zahteva korektivnu akciju, a problem može biti formalnije analiziran ako se počne sa definisanjem ograničenja vladinog budžeta.

U razmatranju odnosa između duga i deficita polazi se od ograničenja vladinog budžeta:

$$G - T + rB = dB/dt + dM/dt$$

3 Poncijeva šema - investiciona prevara koja obećava visoku stopu povraćaja s malim rizikom za investiture. Dobila je ime po Charlesu Ponziju, 1919. koji je prvi organizovao ovakvo „ulaganje“.

4 Savremena država se često naziva i poreskom državom, čime se naglašava uloga i značaj poreza.

gde je:

$G$  = nivo javnog trošenja (bez plaćanja kamate na javni dug)

$T$  = poreski prihod,

$r$  = kamatna stopa na javni dug

$B$  i  $M$  = nivo primarnog novca (monetarne baze).

Leva strana jednačine je deficit javnog budžeta. Dug se sastoji od primarnog deficita javnog budžeta ( $G - T$ ) i plaćanja kamata na javni dug ( $rB$ ). Desna strana je finansijska strana. Budžetski deficit se može finansirati preko stvaranja duga ( $dB/dt$ ) ili štampanja primarnog novca  $dM/dt$ .

Iz navedenog sledi da je promena u jedinici vremena:  $dB/dt = B$ .

Sada je moguće promenljive izraziti kao odnos prema BDP, pa stoga definišemo:

$$b = B/F$$

gde  $F$  predstavlja BDP, tako da je  $b$  odnos: dug/BDP. Sledi da je:

$$b = B/F - BF/F^2$$

ili upotrebom  $i$  ubacivanjem

$$B = bF + BF$$

Zamenom sledi:

$$b = (g-t) + (r-x)b$$

gde je  $g = G/F$ ,  $t = T/F$ ,  $x = F/F$  (stopa rasta BDP).

Jednačina definiše dinamiku duga. Ona kaže da, u svetu gde nominalna kamatna stopa  $r$  premaši nominalni rast ekonomije  $x$ , vlada treba da se postara da primarni budžet ( $g-t$ ) ima suficit. Ako ga nema, odnos dug/BDP će se povećavati bez limita. Ovo će sigurno voditi neizmirenju javnog duga. Stoga se može primeniti neophodan uslov za solventnost, tj.  $B=0$  ili  $(r-x)b = t - g$ .

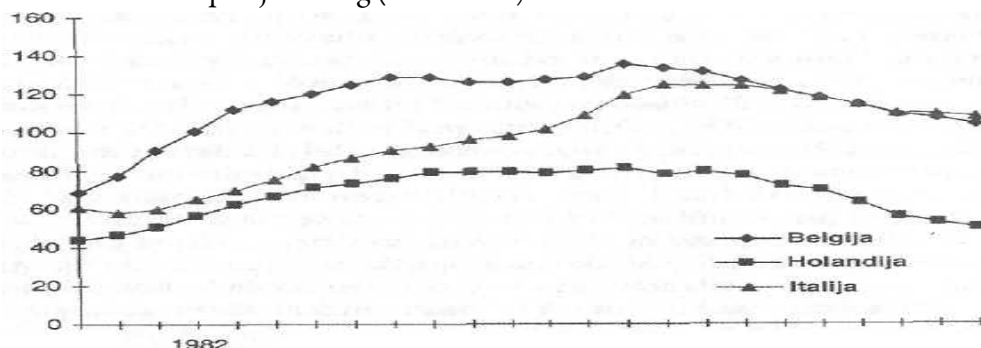
Iz iznetih razmatranja sledi zaključak: ako je država akumulirala značajan deficit u prošlosti, moraće da ima odgovarajuće veliki budžetski suficit da bi zaštitila odnos dug/BDP od automatskog rasta. Drugim rečima, država će morati da smanji trošenje  $i$ /ili da poveća porez (Ristić, 2002, str. 8).

## FISKALNA POLITIKA KAO FLEKSIBILAN INSTRUMENT

Ranih osamdesetih godina prošlog veka države su dopuštale da se njihov budžetski deficit značajno poveća (De Grauwe, 2003, str. 322–356). Ovaj rast glavnom je dolazio kao odgovor na negativne posledice velikih recesija. Ostatak perioda karakterišu pokušaji da se uguši eksplozivan dug koji je nastao kao posledica ranih politika. Evolucija odnosa dug/BDP u ovim državama data je za period 1980–2002. godine u grafikonu 1.

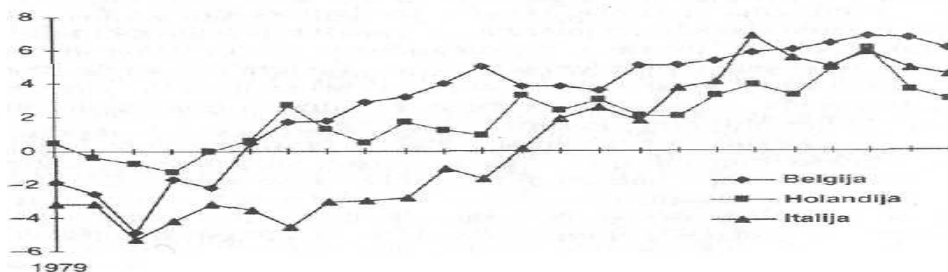
Krajem osamdesetih godina prošlog veka, posle višegodišnjih budžetskih restrikcija, Belgija i Holandija su uspele da stabilizuju odnos dug/BDP (Demopoulos, Prodromidis, 1994, str. 1–7). One su to bile u stanju da učine preko značajnih viškova u primarnom budžetu – grafikon 2. Međutim, nivo na kome je Belgija ostvarila stabilizaciju odnosa, dug/BDP je bio veoma visok. Kao rezultat, kada je sledeća recesija pogodila državu 1992–1993. godine, bilo je teško koristiti fiskalnu politiku na obrnut (kontracikličan) način – bila je prisiljena da pooštiri disciplinu trošenja i da poveća porez, tako pogoršavajući recesiju i ne uspevajući da spreči da koeficijent dug/BDP ponovo raste tokom 1992–1993. godine. Samo tokom druge polovine 90-ih, ona je uspeła da smanji odnos dug/BDP. I pored toga, na početku EMU 1999. godine, taj odnos je daleko odstupao od 60%, koliko je predviđeno Mastihtskim sporazumom.<sup>5</sup>

**Grafikon 1.** Ukupan javni dug (% od BDP)



**Izvor:** European Commission 1999. - [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/en/pdf/en\\_001\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/en/pdf/en_001_en.pdf)

<sup>5</sup> Ugovor zaključen godinu dana nakon raspada Sovjetskog Saveza 1992., čijim je zaključenjem nastala EU kao novi politički entitet.

**Grafikon 2.** Suficit državnog budžeta, beskamatnih plaćanja (%BDP)

Izvor: European Comission 1999. - [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/een/pdf/een\\_001\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/een/pdf/een_001_en.pdf)

Italija tokom osamdesetih nije bila uspješna u stabilizaciji svog odnosa dug/BDP zato što nije stvorila obavezne primarne budžetske viškove. To je uspjela je tek od 1992. godine, što je 1994–1995. godine dovelo do stabilizacije odnosa dug/BDP. Kao i u slučaju Belgije, Italija je uspjela da smanji odnos dug/BDP tokom druge polovine 90-ih, ali nije uspjela da ispuni normu od 60% u trenutku ulaska u EMU.

Ovi primeri demonstriraju limite u odnosu na upotrebu fiskalnih politika za kompenzaciju negativnih ekonomskih pojava i na duži rok nisu održivi. Iskustva navedenih država pokazuju da veliki deficiti budžeta brzo vode u neodrživi rast duga iz kog se teško izlazi.

Ova rasprava ukazuje da fiskalna politika nije fleksibilan instrument, kako to teorija optimalnih valutnih oblasti<sup>6</sup> tvrdi. Njegova sistematična upotreba vodi u problem održivosti, pa države stvaraju budžetski višak tokom niza godina. Drugim rečima, kada se jednom iskoriste, fiskalne politike neće biti moguće koristiti dugo godina nakon toga.

Prethodna analiza o održivosti fiskalnih politika može dovesti do potpuno drugačijeg shvatanja o poželjnoj fiskalnoj politici država članica monetarne unije. Ovo shvatanje nalazi svoj odraz u Mاستrihtskom sporazumu 1992.<sup>7</sup> koji definiše budžetska pravila koja države moraju da ispune da bi ušle u EMU (3% deficit i 60% dug). Ono je iskazano u tzv. „Paktu stabilnosti i rasta“<sup>8</sup>, po kome su se šefovi

6 Optimalne valutne oblasti - geografski domen jedinstvene valute, ili nekoliko valuta, čiji se kursevi neopozivo vezuju.

7 Sastavljači Mاستrihtskog sporazuma bili su pod velikim uticajem Delorovog izveštaja koji je prvi izrazio potrebu za striktnim pravilima budžetskih politika.

8 Pakt stabilnosti i rasta (Stability and growth pact) je dogovor država članica EU vezan za fiskalnu politiku. Odnosi se na treću fazu ekonomske i monetarne unije (EMU), odnosno na nepovratno fiksiranje kursa i uvođenje jedinstvene valute – evra. Počeo je da se primenjuje 1. januara 1999.

država EU, na nemačko insistiranje, složili da bi ih trebalo implementirati nakon stupanja na snagu EMU. Pakt je značajan kao vodič za nacionalne fiskalne politike u EMU. Njegovi osnovni principi su sledeći;

*prvo*, država mora da ostvari balansiran budžet;

*drugo*, države u kojima budžetski deficit premašuje 3% BDP biće novčano kažnjene do 0,5% od BDP;

*treće*, kazne se neće primeniti ako države o kojima je reč budu izložene posebnim okolnostima, tj. prirodnoj katastrofi ili ostvare pad BDP za više od 2% u toku jedne godine. U slučajevima gde je pad BDP između 0,75% i 2%, primena kazne će biti predmet odobrenja ministara finansija EU. Države koje ostvare pad BDP manji od 0,75% pristale su da se ne pozivaju na izuzetne okolnosti.

**Tabela 1.** Pregled nivoa ispunjenosti kriterijuma konvergencije pri ulasku u EU

| Zemlja    | Godina | Stopa inflacije | Deficit | Javni dug | Kamatna stopa | Ispunjeni kriterijumi |
|-----------|--------|-----------------|---------|-----------|---------------|-----------------------|
| Austrija  | 1996   | 1.6(+)          | 4.0(-)  | 69.5(-)   | 6.3(+)        | 2<br>33               |
|           | 1997   | 1.1(+)          | 2.5(+)  | 66.1(-)   | 5.6(+)        |                       |
|           | 1998   | 0.9(+)          | 2.3(+)  | 64.7(-)   | 4.7(+)        |                       |
| Belgija   | 1996   | 1.8(+)          | 3.2(-)  | 12.9(-)   | 6.5(+)        | 2                     |
|           | 1997   | 1.4(+)          | 2.1(+)  | 122.3(-)  | 5.7(+)        | 3                     |
|           | 1998   | 0.8(+)          | 1.7(+)  | 118.1(-)  | 4.8(+)        | 3                     |
| Danska    | 1996   | 2.1(+)          | 0.7(+)  | 70.6(-)   | 7.2(+)        | 3                     |
|           | 1997   | 1.9(+)          | 0.7(+)  | 65.1(-)   | 6.2(+)        | 3                     |
|           | 1998   | 1.3(+)          | 1.1(+)  | 59(+)     | 4.9(+)        | 4                     |
| Finska    | 1996   | 1.1(+)          | 3.3(-)  | 57.6(+)   | 7.1(+)        | 3                     |
|           | 1997   | 1.3(+)          | 0.9(+)  | 5.8(+)    | 5.9(+)        | 4                     |
|           | 1998   | 1.4(+)          | 0.3(+)  | 53.6(+)   | 4.8(+)        | 4                     |
| Francuska | 1996   | 2.1(+)          | 4.1(-)  | 55.7(+)   | 6.3(+)        | 3                     |
|           | 1997   | 1.2(+)          | 3.0(+)  | 58.0(+)   | 5.5(+)        | 4                     |
|           | 1998   | 0.7(+)          | 2.9(+)  | 58.1(+)   | 4.6(+)        | 4                     |
| Grčka     | 1996   | 7.9(-)          | 7.5(-)  | 118.8(-)  | 14.4(-)       | 0                     |
|           | 1997   | 5.2(-)          | 4.0(-)  | 108.7(-)  | 9.8(-)        | 0                     |
|           | 1998   | 4.5(-)          | 2.2(+)  | 107.7(-)  | 8.5(-)        | 1                     |
| Holandija | 1996   | 1.4(+)          | 2.3(+)  | 77.2(-)   | 6.2(+)        | 3                     |
|           | 1997   | 1.8(+)          | 1.4(+)  | 72.1(-)   | 5.5(+)        | 3                     |
|           | 1998   | 1.8(+)          | 1.6(+)  | 70.0(-)   | 4.6(+)        | 3                     |

| Zemlja      | Godina | Stopa inflacije | Deficit | Javni dug | Kamatna stopa | Ispunjeni kriterijumi |
|-------------|--------|-----------------|---------|-----------|---------------|-----------------------|
| Irska       | 1996   | 2.2(+)          | 0.4(+)  | 7.7(-)    | 7.3(+)        | 3                     |
|             | 1997   | 1.2(+)          | 0.9(+)  | 66.3(-)   | 6.2(+)        | 3                     |
|             | 1998   | 2.1(+)          | 1.1(+)  | 59.5(+9)  | 4.8(+)        | 4                     |
| Italija     | 1996   | 4.0(-)          | 6.7(-)  | 124.0(-)  | 9.4(-)        | 0                     |
|             | 1997   | 1.8(+)          | 2.(+)   | 121.6(-)  | 6.7(+)        | 3                     |
|             | 1998   | 2.0(+)          | 2.5(+)  | 118.1(-)  | 4.9(+)        | 3                     |
| Luksemburg  | 1996   | 1.2(+)          | 2.5(+)  | 6.6(+)    | 6.3(+)        | 4                     |
|             | 1997   | 1.4(+)          | 1.7(+)  | 6.7(+)    | 5.6(+)        | 4                     |
|             | 1998   | 1.0(+)          | 1.0(+)  | 7.1(+)    | 4.7(+)        | 4                     |
| Nemačka     | 1996   | 1.2(+)          | 3.4(-)  | 60.4(-)   | 6.2(+)        | 2                     |
|             | 1997   | 1.4(+)          | 2.7(+)  | 61.3(-)   | 5.6(+)        | 3                     |
|             | 1998   | 0.6(+)          | 2.5(+)  | 61.2(-)   | 4.6(+)        | 3                     |
| Portugal    | 1996   | 2.9(-)          | 3.2(-)  | 65.0(-)   | 8.6(-)        | 0                     |
|             | 1997   | 1.8(+9)         | 2.5(+)  | 62.0(-)   | 6.2(+)        | 3                     |
|             | 1998   | 2.2(+)          | 2.2(+)  | 60.0(+)   | 4.9(+)        | 4                     |
| Španija     | 1996   | 3.6(-)          | 4.6(-)  | 70.18-9   | 8.7(-)        | 0                     |
|             | 1997   | 1.8(+)          | 2.6(+)  | 68.8(-)   | 6.3(+)        | 3                     |
|             | 1998   | 1.8(+)          | 2.2(+)  | 67.4(-)   | 4.8(+9)       | 3                     |
| Švedska     | 1996   | 0.9(+)          | 3.5(-)  | 67.7(-)   | 8.0(+)        | 2                     |
|             | 1997   | 1.8(+)          | 0.8(+)  | 76.6(-)   | 6.5(+)        | 3                     |
|             | 1998   | 1.0(+)          | 0.5(+)  | 74.1(-)   | 5.0(+)        | 3                     |
| V.Britanija | 1996   | 2.5(+)          | 4.8(-)  | 54.7(+)   | 7.9(+)        | 3                     |
|             | 1997   | 1.8(+)          | 1.8(+)  | 53.4(+)   | 7.0(+)        | 4                     |
|             | 1998   | 1.6(+)          | 0.6(+)  | 52.3(+)   | 5.6(+)        | 4                     |

**Izvor:** European Comission 1999. - [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/een/pdf/een\\_001\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/een/pdf/een_001_en.pdf)

## ARGUMETI ZA PROPISE O DEFICITU BUDŽETA

Država koja dopušta da odnos dug/BDP kontinuirano raste, pribegavaće tržištu kapitala unije, što će uticati na rast njene kamatne stope, koji povratno utiče na povećanje duga u ostalim državama. Ako vlade ovih država izaberu stabilizaciju odnosa dug/BDP, moraće da vode restriktivniju fiskalnu politiku. Na taj način, neodrživi rast duga jedne države tera ostale države da vode deflatornu politiku. Stoga će postojanje kontrolnih mehanizama, koji bi trebalo da ograniče veličinu budžetskog deficita u državama članicama, biti u interesu ostalih država.

Ovde se može pojaviti drugo preliivanje. Kretanje kamatne stope unije naviše, nakon neodržive fiskalne politike države članice, vršiće pritisak na Centralnu banku. Države koje su pogođene višom kamatnom stopom unije, mogu izvršiti pritisak na ECB da relaksira monetarnu politiku. Na taj način će neodržive fiskalne politike sprečiti sprovođenje evropske monetarne politike. Navedeni argumenti, zasnovani na efektima preliivanja fiskalnih politika, iako se čine realnim, mogu biti predmet ozbiljne kritike, i to u dva pravca.

Jedan je teorijski i tiče se uloge tržišta kapitala. Drugi se odnosi na sprovodljivost takve uloge.

1) ***Efikasnost tržišta privatnog kapitala.*** Pretpostavimo da tržište kapitala efikasno radi – šta će se dogoditi kada, recimo Italija, ima trend neodrživog duga? Da li to znači da će se kamatna stopa unije povećati, tj. da će se kamatna stopa koju treba da plate nemački ili francuski pozajmljivači, jednako povećati? Odgovor je odričan. Naime, ako tržište kapitala u monetarnoj uniji radi efikasno, italijanski dug je samo njen problem. Tržište će premiju rizika pričvrstiti za dug italijanske vlade a nemačka ili holandska vlada zbog ovoga neće biti pogođene. Štaviše, ona će pozajmljivati po nižim kamatnim stopama zato što će zajmodavci prepoznati da je rizik inherentan nemačkim vladinim obveznicama niži od rizika kupovine instrumenata italijanskog vladinog duga. Stoga, uz efikasno tržište kapitala, postojaće različite kamatne stope u uniji koje će reflektovati različite premije rizika na dug članica unije. Svakako, ovo je snažan argument (Foley, 1998, 68–72). Međutim, ako ostale države odluče da izbave (*bailout*)<sup>9</sup> italijansku vladu zato što kriza može da se prelije i na njih, kako da zajmodavci nađu adekvatnu premiju rizika za italijanski dug, odnosno, da li će ih uopšte zanimati takva investicija? Jedan način da se reši ovaj problem je svečana izjava država članica unije da nikada neće izbavljati ostale članice. Ta klauzula bila je, u stvari, uvod u Mاستrihtski sporazum. Mada ona može doprineti rešenju, ne može ga sasvim eliminisati, jer nije u potpunosti kredibilna. Stoga, iako su potpisale da neće intervenisati, članice mogu odlučiti da naprave izuzetak. Saznanje da se to može dogoditi, sprečiće privatne zajmodavce da preuzmu rizik italijanskog vladinog duga.

2) ***Sprovođenje pravila fiskalne politike.*** Drugi problem sa pravilima o veličini budžetskog deficita i dugova odnosi se na sprovodljivost ovih pravila (Samuelson, 2005, str. 697). Iskustvo sa takvim pravilima je da ih je teško primeniti. Primer je

9 Bailout je situacija u kojoj pojedinac, biznis ili vlada ponudi novac nekom neuspešnom preduzeću da spreči posledice proistekle iz pada poslovanja. Spasavanje može biti kreditom, hartijama od vrednosti ili gotovim novcem.



Gramm-Rudmanova<sup>10</sup> legislativa u SAD. Godine 1986. Kongres SAD usvaja zakon koji utvrđuje eksplicitne ciljeve za deficit federalnog budžeta SAD. U slučaju da se postavljeni ciljevi ne poštuju, trošenje bi se automatski smanjivalo kako bi se ostvario postavljeni cilj.<sup>11</sup> Međutim, neki propisi o upravljanju fiskalnom politikom članica EMU jesu neophodni. S obzirom na međuzavisnost između rizika na obveznice koje štampaju različite vlade, finansijska tržišta mogu otkriti da je ove rizike teško korektno oceniti. Iz tog razloga su neke forme međusobne kontrole neophodne. Pre donošenja konačne ocene, značajno je izvršiti analizu dva problema. **Prvo:** stepen do kog monetarna unija nameće dodatnu disciplinu za budžetskim vlastima. **Drugo:** analizira se rizik neplaćanja duga i izbjavljenje u monetarnim unijama. Smatra se da rizik često obezbeđuje racionalnost u vezi sa uvođenjem dodatnih pravila za fiskalnu politiku u monetarnoj uniji.

## FISKALNA DISCIPLINA U MONETARNOJ UNIJI

Važna stvar vezana za neophodnost pravila u fiskalnoj politici tiče se načina na koji monetarna unija deluje na fiskalnu disciplinu nacionalnih vlada u uniji.<sup>12</sup> Zagovornici pravila tvrde da monetarna unija verovatno smanjuje fiskalnu disciplinu nacionalnih vlada. Protivnici pravila tvrde suprotno.

O pitanju da li monetarna unija povećava ili smanjuje stepen fiskalne discipline država pridruženih uniji, mnogo je raspravljano u literaturi (De Grauwe, 2003, 322–356). Postoje, naime, dva značajna faktora koja mogu voditi promeni motiva država u pogledu veličine njihovog deficita u trenutku pridruživanja uniji. Prvi vodi manjoj, a drugi većoj disciplini.

Fenomen koji utiče na motiv za veći budžetski deficit može se izraziti na sledeći način: kada suverena država emituje dug denominovan u domaćoj valuti, kamatna stopa odražava premiju rizika koji sadrži dve komponente: rizik od neplaćanja duga i rizik da će država u budućnosti devalvirati svoju valutu. Za većinu država rizik od neizmirenja duga je daleko, a rizik od depresijacije valute je mnogo bliži. Kao rezultat, kada vlada suverene države štampa prevelik dug, rizik od buduće devalvacije brzo raste, pa raste i kamatna stopa po kojoj vlada treba da štampa novi

10 Zakon koji su 1985. predložili američki senatori Gramm, Rudman i Hollings. Zvanično, Zakon o kontroli deficita u vanrednim situacijama donet je zbog rastućeg federalnog deficita tokom osamdesetih i nemogućnosti Kongresa i administracije da reši problem.

11 Ovaj pristup nije bio uspešan. Izvršna grana vlasti SAD našla je sve moguće načine da nadmudri propise. Na primer, neka trošenja su stavljena van „budžeta“.

12 Smatra se da samo jasno i dosledno sprovođenje fiskalnih pravila ima ključni značaj za dugoročnu održivost monetarne unije u Evropi i izbegavanje disfunkcionalnog fiskalnog federalizma.

dug. Zato tržišta vrlo brzo kažnjavaju vlasti, što umanjuje njihov motiv da izdaju novi dug. Mogućnost izbavljenja država članica štampanjem neodržive količine duga je više moralni nego ekonomski problem (De Grauwe, 2003, 322–356).

Međutim, postoji drugi faktor koji demotiviše članice monetarne unije da naprave prekomerni deficit. Države koje se pridružuju uniji smanjuju svoju sposobnost da finansiraju budžetski deficit preko kreiranja novca. Kao rezultat, vlade država članica monetarne unije suočavaju se sa *tvrđim* budžetskim ograničenjem u odnosu na suverene države. Suverene države imaju *mekše* budžetsko ograničenje i stoga imaju jači uticaj na stvaranje deficita (De Grauwe, 2003, 322–356).

Koji od dva efekta – moralni hazard ili hazard *nema štampanja novca* – preovlađuje, u suštini je empirijsko pitanje koje zavisi od insitucionalnih karakteristika i motiva sa kojima se vlada suočava. Iz tih razloga, korisno je analizirati iskustvo država članica u postojećoj monetarnoj uniji i uporediti ga sa iskustvom suverenih država.

**Tabela 2. Budžetski deficiti država članica unija i država članica EZ (% prihoda)<sup>13</sup>**

|                        | Ponderisana sredstva | Neponderisana sredstva |
|------------------------|----------------------|------------------------|
| SAD (1985)             | +10,9                | + 4,6                  |
| Australija (1986-7)    | -10,1                | - 9,1                  |
| Zapadna Nemačka (1987) | -6,4                 | - 8,2                  |
| Kanada (1982)          | -0,4                 | - 1,4                  |
| Švajcarska (1986)      | -1,3                 | - 0,7                  |
| EZ (1988)              | -10,1                | -11,4                  |

**Izvor:** Susan Senior Nello, *The European Union: Economics, Policies and History*, McGraw Hill, 2005. str. 201.

Ovo je prikazano u tabeli 2, gde je prosečan budžetski deficit država članica predstavljen zajedno sa prosečnim budžetskim deficitom država Evropske zajednice.

Najvažniji podatak u ovoj tabeli je činjenica da prosečni budžetski deficit država članica u monetarnoj uniji teži da bude niži od prosečnog deficita nezavisnih država u EU. Ovo sugerise da, u proseku, unija ograničava veličinu budžetskog deficita država članica. Otud je moguće da su ograničenja tipa *nema štampanja novca* snažna destimulacija za stvaranje budžetskog deficita. Zato se čini da se vlade dr-

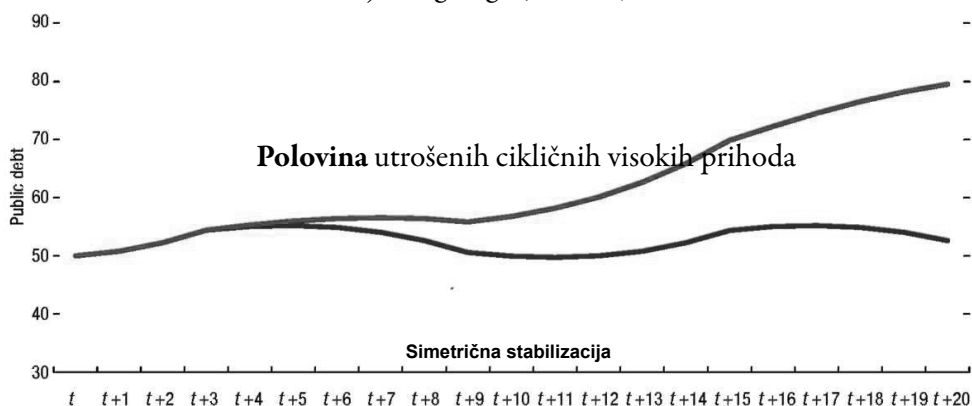
<sup>13</sup> Napomena: pozitivan znak je suficit, a negativan znak je deficit. Srednja vrednost se dobija upoređivanjem deficita sa udelom koji država članica ima u BDP-u unije.

žava članica monetarne unije suočavaju sa *tvrdim* budžetskim ograničenjima nego suverene nacije. Države sa *mekšim* budžetskim ograničenjem jače su stimulisane za stvaranje deficita.

Nijedna federalna vlast država članica monetarne unije, izuzev Nemačke, nije uvela restrikcije na budžetski deficit. Kad je reč o Saveznoj Republici Nemačkoj, vlada može limitirati zahteve za pozajmljivanje regionalnim državama (*Länder*), uz pristanak njihovih predstavnika u Federalnom veću. Međutim, na ovu odredbu pozvalo se samo dva puta (1971. i 1973. godine) (De Grauwe, 2003, 322–356). S druge strane, federalna ograničenja retko se propisuju na državu i republike, češći je samoprimenjujući limit na budžetski deficit. U SAD većina država uvodi baš takva ograničenja. Moguća interpretacija za česte samoprimenjujuće limite je da oni mogu unaprediti reputaciju i kredibilitet država na tržištu kapitala i tako smanjiti troškove pozajmljivanja (De Grauwe, 2003, 322–356). Dodatni indirektni podaci za hipotezu da veličina deficita zavisi od *mekoće* budžetskih ograničenja obezbeđeni su preko Moesen i Van Rompuy (1990). Oni klasifikuju industrijske države prema stepenu centralizacije ukupnog vladinog trošenja. Testirana hipoteza je da se više centralizovanih nego decentralizovanih vlada suočava sa mekšim budžetskim ograničenjima. To je zbog toga što kod centralizovane države veći deo ukupnog vladinog trošenja može potencijalno da se finansira preko štampanja novca. U decentralizovanim državama, međutim, veći deo vladinog trošenja se javlja na nižim nivoima vlasti koje nemaju pristup monetarnom finansiranju. Moesen i Van Rompuy nalaze dokaze za ovu hipotezu: tokom perioda 1973–1986. godine, ukupan vladin deficit u centralizovanim državama se povećavao brže nego u decentralizovanim. Drugim rečima, u periodu kada je vladin budžet bio pod negativnim uticajem ekonomske recesije, države sa decentralizovanim vladama suočavale su se sa jačim pritiskom da smanje trošenje i/ili povećaju poreze nego države sa centralizovanim funkcijama vlade.<sup>14</sup> Novija istraživanja potvrđuju iznete zaključke (IMF, 2015).

<sup>14</sup> Roubini i Sachs (1989) identifikovali su ostale institucionalne karakteristike koje vode različitim trendovima u budžetskom deficitu, tj. stepenu političke kohezije vlada.

**Šema 1.** Aritmetika održivosti javnog duga (% BDP)\*



**Izvor:** IMF, Public debt sustainability analysis, May 9, 2013

**\*Napomena:** Simulacije su zasnovane na identitetu tokova između duga i ukupnog bilansa. Ostale pretpostavke su: potencijalni nominalni rast od 4 %, automatski koeficijent stabilizacije od 0,5, implicitna kamatna stopa na javni dug od 5 % i proizvodni ciklusi osciliraju između -2 i 2%. Fiskalno prilagođavanje je ugrađeno u scenariju. T označava početnu godinu simulacije.

Zaključak je da stabilizaciona fiskalna politika ima asimetričan tok kroz cikluse. Naime, zemlje imaju tendenciju da ostvare potrebnu fiskalnu stabilizaciju tokom cikličnih padova kada agregatna tražnja zaostaje za potencijalnom proizvodnjom. Ali tokom ekspanzije, promene fiskalne politike koje nisu povezane sa automatskim stabilizatorima izgleda da ih sistematski ometaju, naročito u zemljama u kojima su tržišta u nastajanju a privreda u razvoju. Ako se ne kontrolišu, neuspesi na ovom polju mogu da potkopaju dugoročnu dinamiku javnog duga.

### ***Rizik od neplaćanja duga i izbavljenja u monetarnoj uniji***

Razmatranja iz prethodnog poglavlja mogu doprineti odgovoru na pitanje da li će neplaćanje duga biti verovatnije u EMU. Kao prvo, pošto se države članice EMU ne ponašaju manje disciplinovano nego pre pristupanja EMU, rizik od neplaćanja ne bi trebalo da se poveća u EMU. Suverene države mogu da ne plaćaju svoj dug na dva načina. *Prvi* je da ga uopšte ne plaćaju (tj. prestanu da plaćaju kamatu na zaostali dug). *Drugi* način je implicitno neplaćanje kreiranjem iznenadne inflacije i devalvacije, čime se smanjuje realna vrednost duga. Suverene države, koje kontrolišu svoje sopstvene nacionalne banke, mogu uvek pribеći iznenadnoj inflaciji i devalvaciji i tako smanjiti teret duga. One to često čine da bi izbegle potpuno neplaćanje (Mankiw, 2006, str. 372).

**Tabela 3.** Kamatni diferencijali sa Nemačkom (desetogodišnje obveznice)\* \*u bazičnim poenima

|               | Mart 1996              | Avгust 1999               | Jul 2001 |      |
|---------------|------------------------|---------------------------|----------|------|
|               | U nacionalnim valutama | U zajedničkoj valuti (DM) | Evro     | Evro |
| Gulden        | 4                      | 5                         | 15       | 20   |
| Francuski Fr. | 37                     | 21                        | 11       | 20   |
| Belgijski Fr. | 50                     | 27                        | 30       | 30   |
| Pezeta        | 347                    | 30                        | 26       | 30   |
| Lira          | 444                    | 81                        | 29       | 40   |

**Izvor:** J. P. Morgan (1997); Handelsblatt (1. sept. 1999.); EU Commission, European Economy

Razlike u kamatnim stopama omogućavaju da se sagleda priroda uključenog rizika. U tabeli 3 predstavljen je kamatni obim na dugoročne obveznice u državama članicama EU i Nemačkoj, pre i nakon starta EMU. Prva kolona predstavlja ukupan obim u 1996. godini. Na primer, odnos između desetogodišnjih obveznica u lirama, koje je štampala italijanska vlada, i desetogodišnjih obveznica u markama, koje je štampala nemačka vlada, iznosi 444 bazična poena (4,44%) u martu 1996. godine. Ovaj diferencijal može da se interpretira kao premija, koju italijanska vlada mora da plati za rizik devalvirane lire (implicitno neplaćanje duga), uvećana za rizik od potpune obustave plaćanja (kreditni rizik). Ova premija rizika može da se razmrsi na sledeći način: računa se razlika kamatnih stopa na desetogodišnje obveznice italijanske i nemačke vlade izražene u istoj valuti (DM). Ovo je dato u drugoj koloni. Pomenuta razlika može da se interpretira kao premija za rizik od potpune obustave plaćanja (kreditni rizik). Razlika između prve dve kolone izražava rizik od devalvacije (rizik od implicitnog neplaćanja duga). Treća kolona pokazuje obim nakon starta EMU. Nakon tog datuma ne postoji rizik od devalvacije pošto su obveznice izražene u istoj valuti, evru. Stoga se pravi procena čistog rizika od neplaćanja (kreditnog rizika).

Primetna je sledeća pojava – premija za kreditni rizik je bila mala pre starta EMU. Ona je ostala mala i posle, za države članice EMU. U slučaju Italije, značajno je opala nakon starta EMU. Do danas ne postoje podaci o rastu kreditnog rizika. Ovo se može sagledati iz činjenice da post-EMU razlike nisu značajno povećane u odnosu na razlike od pre postojanja EMU (kolona 2). Iz navedenog se zaključuje da tržište nije naročito pogođeno upozorenjima ekonomiste Ronalda Makinona, da će se kreditni rizik u EMU povećati.

Još jedna činjenica je važna, a to je da su post-EMU kamatni diferencijali mali u poređenju sa razlikama obveznica (u istoj valuti, dolaru) koje su štampale američke države. Ovo sugerise da je kreditni rizik kod obveznica američkih država znatno viši nego kreditni rizik na obveznice koje su štampale države članice EMU. Eichengreen i von Hagen (1995) su objasnili ove razlike. Oni dokazuju da se države članice monetarne unije, koje održavaju kontrolu preko velike domaće poreske baze, suočavaju sa niskim kreditnim rizikom u odnosu na države članice monetarne unije sa manjom fiskalnom odgovornošću.

Pošto se EMU sastoji od država koje imaju veliku domaću poresku snagu, kreditni rizik će verovatno biti mali u odnosu na rizik sa kojim se suočavaju američke države ili kanadske provincije koje su tu limitirane. Eichengreen i von Hagen na osnovu ove analize zaključuju da je potreba da se nametnu čvrsta pravila na vladin budžet u državama članicama EMU, precenjena.

U monetarnoj uniji finansijske integracije se povećavaju. Kao rezultat, obveznice koje štampaju različite nacionalne vlasti distribuiraju se preko različitih država članica. Stoga, kada vlada ne plaća svoj dug, to će više uticati na pojedince i finansijske institucije van te države nego u slučaju da država nije u uniji. Rezultat je da se pritisak širi na ostale, da izbave vladu koja ne plaća dug, i on će biti jači kada je vlada u uniji nego van nje.

## ZAKLJUČAK

Nema jedinstvenog ili jednostavnog objašnjenja procesa evropskog zaduživanja. Zemlje koje su već dugo prezadužene, suočavaju se s rastućim poteškoćama preuzimanja svojih dugova u sve većoj klimi straha i nepoverenja – daleko od pomaganja u preokretanju već postojećih fiskalnih neravnoteža, ulazak u evrozonu ih je za Grčku ili Portugal pojačavao. Obim duga prema BDP-u 2016. u Italiji iznosio je 132%. Međutim, kao da niko od nadležnih nije zabrinut zbog toga, a italijanske vlade nisu imale problema da dug refinansiraju. U Grčkoj je odnos dug/BDP iste godine bio iznad 180%, dok Savezna Republika Nemačka profitira preko milijardu evra kao najveći Grčki poverilac. Takođe, kontinuirana revalorizacija evra pogoršala je neravnotežu nacionalnih budžeta povećavajući njihov javni dug. Preporučeni modeli ovog rada za rešenja fiskalnih problema na uravnotežen i izvodljiv način su mogući ukoliko se zakonodavna ali pre svega izvršna vlast suoči sa „izazovom“ i odustane od nerazumnog trošenja i primene neoliberalnog koncepta upravljanja ekonomijom. Slabosti u ekonomskoj sferi do kojih dolazi usled pogrešnih političkih odluka i/ili institucionalnih okvira, po pravilu, dugoročno ugrožavaju stabilan rast privrede. Fiskalna neravnoteža brzo raste i za tili čas može da se izrodi u kritičnu pretnju za dobrobit države. Lako je uočiti taj rastući rizik, pa se može reći da su

finansijske katastrofe prekomernog zaduživanja i stalnog rasta javnog duga nauštrb prihoda ne samo predvidljive već i izvesne. Izmenjene okolnosti sprovedene u pravom smeru mogu uticati da se taj rizik vremenom uspori. Ono što nije učinjeno ranije – transfer resursa od bogatijih ka siromašnijim zemaljama evrozone – mora se učiniti sada. Za izlazak iz krize nema drugog načina.

## THE SUSTAINABILITY OF BUDGET DEFICITS

Milorad Perovic

Nusret Softic

**Abstract:** *The aim of this research is to analyze the budget deficit sustainability and by doing so determine whether the government can use it to reduce the negative consequences without compromising the overall balance. In the recent decades, some developed countries have been facing extremely high budget deficits, which attracts great attention of economists. The risk of default is hanging like the Sword of Damocles above the heads of some EU members and everyone agrees that the increase in public debt is unsustainable. State budgets begin to resemble a Ponzi scheme – let us just mention the US federal deficit. This is also a central issue for the EMU, because debt cannot continue to grow faster than the national income. Over time, an increasing part of the budget has been dedicated to debt servicing, until finally its amount does not force the authorities to finance debt either by printing money or by defaulting. This paper points out that solutions are possible if the executive state authorities abandon the unreasonable spending and the neo-liberal concept of managing the economy. But without compelling changes of the country's economic policy, the risk will reach the point where the adverse effects become inevitable.*

**Keywords:** budget deficit, revenue, public debt, government spending, monetary union, sustainability

## LITERATURA

1. De Grauwe, P. (2003). Economics of Monetary Union, Fifth Edition, Oxford, Oxford University Press
2. Demopoulos, G. D., Prodromidis, K. P. (1994). Fiscal discipline in the European monetary union, *Atlantic Economic Journal*, 22, (3), 1–7

3. Eichengreen Barry & von Hagen Jürgen Fiscal Policy and Monetary Union: Federalism, Fiscal Restrictions and the No-Bailout Rule 1995; (2016, June 02), Taken from: <http://econpapers.repec.org/paper/agsucbewp/233417.html>,
4. European Comission 1999. (2016, June 02), Taken from: [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/een/pdf/een\\_001\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/een/pdf/een_001_en.pdf)
5. Foley, B. (1998). *Tržišta kapitala*, Zagreb, MATE
6. IMF,,Fiscal Monitor – Now is the time: Fiscal policies for sustainable growth, Chapter 2, Can fiscal policy stabilize output? (2017, Jul 12), Taken from: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fm/2015/01/pdf/fmc2.pdf>
7. IMF, Staff guidance note for public debt sustainability analysis in market – access countries 2013, May 9
8. Lipsey, R. G. (1999). *Macroeconomic Theory and Policy*, E. Elgar
9. Mankiw, N. G. (2006). *Osnove ekonomije*, Zagreb, MATE
10. Moesen, W., Van Rompuy (1990). The Growth of Government Size and Fiscal decentralization, paper prepared for the IIPF Congress, Brussels
11. Ristić, Ž. (2002). *Globalni fiskalni menadžment*, Beograd, Savremena administracija
12. Roubini, N., Sachs J., Honkapohja, S., Cohen, D., Government Spending, Budget (1989). Deficits in the Industrial Countries, *Economic Policy*, 4 (8), pp. 100–132
13. Samuelson, P., Nordhaus, W. (2005). *Economics*, Eighteenth Edition, McGraw Hill
14. Senior Nello S., (2005). The European Union: Economics, Policies and History, McGraw Hill
15. Stability and Growth Pact (SGP) European Commission document, Pakt stabilnosti i rasta, dokument Evropske Komisije; Dostupno na: [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/eu-economic-governance-monitoring-prevention-correction/stability-and-growth-pact\\_en](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/eu-economic-governance-monitoring-prevention-correction/stability-and-growth-pact_en)
16. Staněk, P. (2004). Indebtedness as Immanent Feature of Current Economies, *Ekonomicky Casopis*, 52(3), 255–269
17. Wilcox, D. W. (1989). The sustainability of government deficits: Implications of the present-value borrowing constraint. *Journal of Money, credit and Banking*, 21(3), 291–306