

Časopis „Poslovne studije“, 2014, 11-12:  
Rad primljen: 04.03.2014.  
Rad odobren: 02.04.2014.

UDK: 336.273+336.14  
DOI: 10.7251/POS1412013R  
Originalan naučni rad

Ristić dr Žarko<sup>1</sup>  
Vladušić dr Ljubiša<sup>2</sup>  
Radičić dr Marko<sup>3</sup>

## FISKALNA NERAVNOTEŽA I DEFICITARNO FINANSIRANJE JAVNOG SEKTORA: BUDŽETSKI DEFICIT I JAVNI DUG

**Rezime:** *Finansijska neravnoteža po pravilu je posljedica deficitarnog ili sufcitarnog finansiranja finalne potrošnje (lične, investicione i društvene potrošnje) i ekonomsko-finansijskih transakcija s inostranstvom. Porast ličnih dohodaka iznad radnog produktiviteta, porast realne akumulacije (investicija) iznad rasta novčane akumulacije, porast fiskalnog opterećenja iznad rasta fiskalnog kapaciteta, porast kreditnih plasmana iznad rasta kreditnog potencijala, porast javnih rashoda iznad rasta javnih prihoda, porast uvoza iznad izvoza i dr., u osnovi reflektuju širu koncepciju deficitarnog finansiranja, odnosno anticipiranu finalnu potrošnju dohotka i akumulacije iznad materijalno finansijskih mogućnosti nacionalne privrede. Finansijska ravnoteža ili neravnoteža je, stoga, u uzročno-posljedičnom odnosu sa ekonomskom ravnotežom ili neravnotežom internog i eksternog karaktera i porijekla.*

**Ključne riječi:** *fiskalna neravnoteža, budžetski deficit, javni dug, deficitarno finansiranje, javna potrošnja.*

**JEL klasifikacija:** *H61, H63*

<sup>1</sup> Redovni profesor, Univerzitet za poslovne studije Banja Luka, Jovana Dučića 23a, rektor@univerzitetps.com

<sup>2</sup> Docent, Ekonomski fakultet u Istočnom Sarajevu, dekanat@ekofis.org

<sup>3</sup> Redovni profesor, Ekonomski fakultet Univerziteta u Novom Sadu

## **1. TEORIJSKE REKONSIDERACIJE DEFICITARNOG VERSUS SUFICITARNOG FINANSIRANJA JAVNE POTROŠNJE**

U finansijskoj literaturi nailazimo na različite, čak i dijametralno suprotne, teorijske interpretacije deficitarnog finansiranja. U klasičnoj građanskoj literaturi teorijske konstrukcije finansijskog mehanizma države liberalne epohe fundirane su na principu „zdravog finansiranja“ javnih potreba, izvedenih iz tadašnjih doktrinarnih učenja o mjestu i ulozi društvene nadgradnje liberalnog kapitalizma sa poznatom formulom *laisser-faire laisser-passer*. Smatralo se da društvena nadgradnja predstavlja tipičnu potrošačku sferu nacionalne privrede, i da svako njeno „umnožavanje i proširivanje“ vodi redukciji društvene akumulacije. Individualizovanoj privatnoj inicijativi pridavana je apsolutna superiornost na ekonomskom planu: ona doprinosi maksimalnim rezultatima. Privredom su upravljale spontane snage, koje su, po pravilu, vodile ekonomskom prosperitetu. Individualni kapitalista, kao nosilac ekonomskog progresa, višak vrednosti ili profit, kao pokretač privređivanja, i tržište bez administrativnih ograničenja i kontrole, kao jedini racionalni alokator proizvodnih faktora, reprezentovali su stubove ekonomskih procesa liberalnog kapitalizma. Ponuda je automatski stvarala tražnju, isključujući fenomen kriza. Dopunski privredni resursi upošljavani su samo ukoliko su nadnice i cijene bile fleksibilne i samo ukoliko je usklađena akumulacija sa investicijama favorizovana na uštrb potrošnje. U tom ekonomsko-teorijskom ambijentu, država, kao „nužno zlo“ i njene marginalne funkcije (spoljna i unutrašnja bezbjednost i sudstvo) proglašene su neproaktivnim faktorom ekonomije. Istovremeno, koncipirana je teorija o nereproduktivnim javnim rashodima i o minimumu poreskog zadiranja u individualnu akumulaciju. Derivirani model neutralne finansijske politike pledirao je za male, stabilne i neutralne javne rashode, i na indirektno, prevaljive i proporcionalne poreze. Oformljeni model budžetske teorije i politike (izveden iz klasične građanske finansijske teorije i politike) na principu „zdravih javnih finansija“ isforsirao je primarna budžetska načela: načelo budžetske ravnoteže, načelo malog

budžeta, načelo budžetskog pokrića, načelo budžetskog jedinstva i načelo budžetske jednogodišnjosti, koji su u koegzistenciji sa ostalim pratećim budžetskim načelima karakterisali misaoni sistem tadašnjih finansijskih pisaca: Smith, Ricardo, Bastable, Adams i dr. (Ristić i dr., 2013/2014).

Rigorozna budžetska ravnoteža dugo vremena je označavana kao zdravo finansijsko rukovođenje i zlatno pravilo finansiranja. Klasična doktrina branila je princip striktno ravnoteže na sljedeći način: (1) ako je budžet u stanju deficitne neravnoteže, onda se deficitarni javni rashodi pokrivaju resursima javnog zaduživanja, koje će otplaćivati buduće generacije (amortizacija zajma uz odgovarajuću kamatu) i (2) ako država ne može pozajmljivati (tj. da emituje javni dug), onda ona pribjegava novoj monetarnoj emisiji, čija cirkulacija robno nepokrivena inducira inflaciju. A rezultat i jednog i drugog pristupa je stalno uvećavanje javnih rashoda i pozajmljivanja, monetarna depresijacija, rast cijena i dezorganizacija privredne aktivnosti. Međutim, trebalo je da se krizne i deflatorne tendencije pojave na horizontima liberalnog kapitalizma 1929-1933. godine, pa da se teze ortodoksne budžetske ravnoteže i zlatna pravila budžetskog upravljanja iz temelja potkopaju, budući da bi, na doktrini, klasična striktna budžetska ravnoteža u uslovima cikličnog kretanja privrede (alternacija prosperitetne i depresivne faze) imala za posljedicu ubrzanje ekspanzije ili depresije i rušenje ekonomske ravnoteže. Otuda je i Keynes, u okviru politike aktivnih javnih finansija, pretendovao na tolerantni budžetski deficit u periodima ekonomskih depresija, koji ne bi iziskivao ekcesivno zaduživanje niti bi generisao inflatorne trendove. U tom spektru, Keynes se zalagao za dinamički aspekt budžetske ravnoteže, odnosno za korišćenje budžetskog deficita za finansiranje javne investicione tražnje, koja se multiplikatorski repertuje na rast nacionalnog dohotka pa, u skladu sa tim, i na rast fiskalnog potencijala, koji kompenzuje nedostatak javnih resursa (Vladušić, 2010).

## 2. FISKALNI DEFICIT, JAVNI DUG I CROWDING OUT

Fiskalni deficit, javni dug i tzv. efekat istiskivanja (*crowding-out* ili *l`effect d`eviction*) jesu visokokotirajući aktuelni problemi savremenih ekonomskih politika industrijskih razvijenih zemalja OECD-a u fokusu intelektualnih rasprava akademskih ekonomista. U teorijskim duelima i empirijskim analizama monetarista, keynesijanaca (fiskalista), pristalica teorije racionalnih očekivanja i teoretičara ekonomike ponude iznalaze se validni argumenti dokazivanja ili pobijanja egzistencije tzv. efekta istiskivanja u sklopu hroničnih i strukturnih budžetskih deficita i volumenzovanog javnog zaduživanja na finansijskim tržištima. Ovdje je, u ovom kontekstu, pokušano da se reinterpretišu, u komprimiranoj formi, savremeni teorijski trendovi fiskalne ekonomije deficitarnog finansiranja i javnog zaduživanja budžetskog sektora i polarizovane koncepcije „*crowding-out*“ u ekonomiji finansiranja javnog sektora (Komazec i dr., 2012).

Intelektualni izazov nove klasične makroekonomije, po pravilu, daje negativan odgovor na pitanje o tome, da li budžetski deficit apsorbuje privatnu štednju, da li javni dugovi smanjuju privatnu potražnju za obveznicima proizvodnih kapitalnih ulaganja i da li se teret javnog duga prebacuje na buduće generacije. Ovi teoretičari smatraju da se, ukoliko javni rashodi nisu pokriveni iz tekućih poreza, izlaz nalazi ili u prodaji kamatonosnih obveznica ili u štampanju novca. I ako se pristupi zatvaranju „rupa“ u budžetu preko nenovčanog duga, građani već znaju da će se u budućnosti morati platiti veći porez da bi se platila kamata. A da bi platili buduće poreze, obveznici moraju da štede upravo onoliko koliko im je potrebno da bi kupili nove državne vrijednosne papire. Ali ukupno bogatstvo i ukupna potrošnja ne mijenjaju se, a odgađanjem poreza ništa se ne postiže, jer je, uz datu sadašnju vrijednost poreskih obaveza diskontiovanih po kamatnoj stopi na državne vrijednosne papire, vremenski raspored potpuno je nevažan. Buchanan (1976) je ovu doktrinu nazvao ricardijanskom, smatrajući problem odgađanja poreza preko domaćeg zajma lošom opcijom fiskalne politike. S druge strane, i supstitucija poreza emisijom novca u procesu finansiranja državnog deficita nema nikakav realni efekt, jer će novi no-

vac podići cijene dovoljno visoko tako da realna količina novca ostane nepromijenjena. Dok ricardovska doktrina negira snagu kompenzatorske fiskalne politike koja se finansira putem deficita, dotle konvencionalna keynesijanska teorija sa stanovišta efikasnosti fiskalne politike u kratkom roku smatra da smanjenje poreza i povećanje transfernih javnih rashoda povećavaju ukupnu tražnju podižući simultano zaposlenost i cijene.

Fiskalni konzervativci dokazuju da finansiranje deficita putem zaduženja opterećuje buduće generacije (Ferguson, 1964), dok Modigliani (1961) smatra da se buduće generacije opterećuju samo u onoj meri u kojoj deficitarno finansiranje smanjuje naslijeđene fondove ljudskog i materijalnog kapitala. Tobin, pak, upozorava na paralelizam kratkog i dugog roka, smatrajući da keynesijanci vjeruju da ekspanzionistička fiskalna politika djeluje na stanje nedovoljne zaposlenosti, budući da deficiti povlače uštede koje bi se u odsustvu adekvatne tražnje za investicijama izgubile usljed smanjenja dohotka. Ricardovci vjeruju, suprotno keynesijancima i fiskalnim konzervativcima, da su deficitarni budžetski rashodi nekorisni na kratak rok i neškodljivi na dugi rok (Tobin). Richardovska teorema ekvivalencije ima značaj za monetarizam, jer bi monetaristički ricardovac mogao da vjeruje da se nivo cijena prilagođava u slučaju da realna količina novca ostane nepromijenjena. I kada centralna banka kupuje državne vrijednosne papire richardovac smatra da transakcija na otvorenom tržištu povećava bogatstvo iako se po efektu ne razlikuje od „novčane kiše“ u procesu finansiranja budžetskih izdataka. Za keynesijance bi se porast novčane mase, koji nastaje iz transakcije na otvorenom tržištu, samo smatrao manje ekspanzionističkim u odnosu na isti iznos novca koji bi rastao deficitarnim finansiranjem ili novčanom kišom (Tobin).

U raspravi o efektima finansiranja deficita putem zaduženja u sklopu dugoročne ravnoteže sa punom zaposlenošću, podupirana su gledišta keynesijanaca i konzervativnih fiskalaca da deficitarno budžetsko finansiranje zajmovnim resursima „istiskuje“ fond kapitala. Međutim, sa stanovišta opservacije budžetskih deficita i kratkoročne stabilizacije fiskalne politike, Tobin (1983) smatra da bi keynesijanska fiskalna politika bila u kratkom roku, s obzirom da bi supstitucija tekućeg oporezivanja izdavanjem

obveznica stimulisala tekuću potrošnju i da bi ekspanzija realne tražnje u uslovima neadekvatne zaposlenosti povećala proizvodnju i zaposlenost. Keynesijanski scenarij se „poklapa“ sa scenarijem nacionalnih očekivanja samo onda kada je uravnoteženi budžet cilj fiskalne politike. Samo tada bi pojava budžetskog deficita u cikličnoj recesiji dovela do očekivanja viših poreza i ubrzala recesiju. No, ako je ravnoteža budžeta pri punoj zaposlenosti prihvaćeni cilj, sva povećanja poreza ne mogu biti očekivana u toku same recesije i nedovoljne zaposlenosti, jer bi poreska očekivanja podržavala prihvaćenu anticikličnu politiku (Baily 1977).

U novijim monetarističkim i neoklasičnim ekonometrijskim modelima empirijski se verifikuje teza da nemonetarno zaduženje za finansiranje budžetskog deficita apsorbuje privatne uštede i da „istiskivanje“ privatnih investicija preko visokih kamatnih stopa poništava fiskalnu ekspanziju iako bi dodatna štednja za plaćanje budućih poreza u ricardovskom scenariju „obavila isti posao“ bez ikakvog povećanja kamatnih stopa (Tobin 1977). Međutim, David i Scadding su potvrdili stav da deficitarno finansiranje budžeta uopšte ne apsorbuje štednju u kratkom i dugom roku. To je pak suprotno ricardovskoj teoremi ekvivalencije, jer je na bazi tzv. Denisovog zakona verifikovana dugoročna konstantnost bruto stope privatne štednje prema društvenom proizvodu. David i Scadding smatraju da domaćinstva internalizuju akcije preduzeća koje poseduju, prilagođavanju sopstvenu štednju za nadoknađivanje promjene u poslovnoj štednji („dolar za dolar“) i proširuju Modigliani-Millerovu teoremu od finansija na akumulaciju po liniji tzv. ultraracionalnosti. Ultraracionalnost nedvosmisleno implicira da domaćinstva treba na poreze da gledaju kao na finansiranje zajedničke potrošnje kao savršeni ekvivalent privatne potrošnje, s jedne strane, i da na budžetske deficite gledaju kao na finansiranje javnih investicija koje su perfektno zamjenjive za privatnu akumulaciju kapitala, s druge strane.

Koncepcija koja kritički istupa u odnosu na korišćenje deficitarnog budžetskog finansiranja kao sredstva za oživljavanje privredne aktivnosti polazi od uopštavanja istorijskih iskustava primjenom tzv. ekspanzivne fiskalne politike (Ćirović 1977). Po ovoj tezi, politika povećanja budžetskih rashoda, bez odgovarajućeg povećanja budžetskih prihoda, preko stvaranja

finansijskih deficita javnog sektora, djeluje na kratak rok u pravcu akceleracije stope rasta realnog društvenog proizvoda u uslovima recesije i pravcu jačanja reproduktivne sposobnosti privrede (Ćirović 1982). No, ukoliko se fiskalni deficiti ne poništavaju budžetskim suficitima, onda sistem deficitarnog finansiranja deluje asimetrično u smislu kreiranja finansijskih deficita države koji zahtijevaju pokriće u emisiji novog kvantuma novca sa udarom na selektivne kredite i kredite za likvidnost. A ukoliko se u politici budžetskog pokrića pribjegava učešću države na tržištu kapitala, utoliko se redukuje obim sredstava akumulacije za finansiranje investicija. Problem je utoliko teži da se simultano javi rast dodatne tražnje privrednih subjekata i države za akumulacijom na tržištu kapitala u odnosu na tekući priliv akumulacionih potencijala na tržištu kapitala, jer dolazi do porasta kamatnih stopa u cilju uravnoteženja ponude i tražnje finansijskih resursa na tržištu. Porast nivoa kamatnih stopa simultano odražava deficit finansijskih sredstava na tržištu kapitala i smanjenje fiksnih investicija u privredi. U lančanoj reakciji, centralna banka dodaje inflatornu količinu novca u funkciji osiguranja ravnoteže između ponude i tražnje finansijskih sredstava i spriječavanja porasta kamatnih stopa na finansijskom tržištu u kratkom roku. U krajnjoj instanci, neminovno dolazi do skoka stope inflacije i do prilagođavanja dugoročnih kamatnih stopa na višem nivou usljed ukalkulisavanja stope inflacije u kamatne stope (Ristić i dr., 2013).

Keynesijanci su uvijek smatrali da se viškovi sredstava na tržištu kapitala apsorbuju budžetskim deficitima i da se, na taj način, vrši recikliranje viškova dohotka bez izazivanja recesionih impulsa u privredi (jer deficitarno budžetsko finansiranje akcelerira realne tokove reprodukcije). Međutim, keynesijanski koncept, izvan čiste deflatorne pozicije, djeluje na dinamizaciju privredne aktivnosti po cijenu involvisanja inflacionih impulsa. Jer, prilagođen ekonomski sistem trajnijem deficitarnom budžetskom finansiranju, sa zanemarivanjem strukture tražnje, generiše rastući trend javne potrošnje na dugi rok, koji se retroaktivno vraća kao bumerang na rastući nivo ekonomske aktivnosti i zaposlenosti induciranjem inflatornih pritiska u dugoročnoj sekvenci (Ćirović 1982). Tobin (1970) je u svim teorijskim i empirijskim raspravama unosi ubjeđenje da se fiskalna politika ne može ignorisati i gurnuti u nebitan arsenal za realne ekonomske rezultate,

skiciranjem modela dugoročnih posljedica alternativnih politika finansiranja za akumulaciju kapitala i inflaciju. U tom kontekstu, Tobin naglašava da deficitarno finansiranje budžeta može da izazove ili inflaciju ili tzv. istiskivanje akumulacije kapitala, ali simultano provociranje inflacije i istiskivanja nije moguće. U inflaciji novac se čini manje privlačnom imovinom u odnosu na štednju u drugim oblicima. Stvarna i očekivana erozija novčanih fondova i nominalnih dugova putem inflacije dovodi do njihove neatraktivnosti. U dugom roku, realni fondovi se prilagođavaju tražnji za javnom imovinom, pri čemu se nivo cijena i stopa inflacije prilagođavaju državnoj ponudi (Ristić i Ristić 2013).

Diskusija o tome da li je fiskalna politika efikasno sredstvo za pozitivno uticanje na nivo zaposlenosti, obogaćena je raspravom o tzv. istiskivanju tražnje privatnog sektora (*crowding-out*) uključujući razlike između realnog i finansijskog *crowdinga* (Lachmann 1982). U raspravama o potiskivanju sredstava za transakcione svrhe i efekta potiskivanja portfelja značaj budžetske restrikcije stupa u prvi plan, jer je mogućnost *crowding-ina*, tj. unaprijeđenja tražnje privatnog sektora. Pri tome, fiskalni multiplikator mora biti dugoročno pozitivan, iako stabilnost ekonomskog fenomena ne dovodi nužno do pozitivnog fiskalnog multiplikatora kao u teoriji Blinder-Solowa. No, u istraživanju realnog *crowding-outa* državna restrikcija budžeta više ne igra ulogu, s obzirom da se kao važan faktor razvija investicioni multiplikator povećanja državnih izdataka. Pozitivan investicioni multiplikator dovodi do povećanja cijena koje garantuju realan rast. Veća izdvajanja države uz simultano suzbijanje inflacije djeluju pogoršavajuće na nivo zaposlenosti i mogu dovesti do opadanja realnog dohotka, a time i do povećanja nezaposlenosti. Interzavisnost monetarnog rasta i realne produkcije u kratkom roku je fundamentalni aspekt interpretacija monetarista ciklusa ekonomske aktivnosti, pri čemu redukcija poreza koja uvećava raspoloživi dohodak u datim monetarnim uslovima, biva finansirana emisijom obligacija radi pokrivanja deficita javnog sektora. Redukcija stope oporezivanja u pravilu daje impulse proizvodnji, štednji i investicijama. Pri tome su podsticaji investicija veći ukoliko monetarne restrikcije redukuju inflaciju. Smanjenje poreza u sadašnjosti povećava fiskalne prihode u budućnosti po propozicijama tzv. Lefferove krive. Fiskalna politika, u tom



tekstu, treba da slijedi politiku restrikcije budžetskih rashoda da bi bila kompatibilna sa monetarnom restrikcijom. Kompatibilitet je osiguran finansiranjem deficita obligacijama koje ekspanzivno djeluju na realnu proizvodnju i osnovu oporezivanja koja neutralizuje gubitak fiskalnih prihoda. U pravilu neizbježni, fiskalni deficiti sinonim su za inflaciju i asimilirani u retardirano oporezivanje (Ristić i dr., 2013).

Da li upravljanje monetarnim rastom limitira upotrebu budžetske politike i da li pokušaji kočenja ekspanzije novčane mase uz simultanu liberalizaciju rastućih budžetskih deficita doprinosi uspjehu monetarističkog pravila? Keynesijanci se protive monetarističkom zapostavljanju budžetske politike forsiranjem monetarističke stege i monetarističkom zanemarivanju hroničnih i strukturnih budžetskih deficita. Zapostavljanje značaja fiskalne politike u korist odvažne monetarne politike već je tradicionalni poligon oštih rasprava monetarista i fiskalista (Budd 1982). No, keynesijanci se, zajedno sa strukturalistima, oštro protive zanemarivanju budžetskih deficita zbog toga što doprinose povećanju kamatne stope (keynesijanci), odnosno produblivanju tzv. *crowding-outa* (strukturalisti). Zbog tih je razloga savremena debata o deficitarnom finansiranju izbacila na površinu tri teze: (1) budžetski deficit utiče na evoluciju cijena i kamatne stope (monetaristi); (2) budžetski deficit izaziva efekat istiskivanja (strukturalisti) i (3) budžetski deficit ne utiče na inflaciju i kamatnu stopu ukoliko se optira neutralno *finansiranje* (keynesijanci).

Brunner-Meltzerova analiza (1976) pripisuje različite uloge fiskalnoj politici na kratak (i dugi) rok. Ona ne osporava uticaj fiskalne politike na proizvodnju i nivo cijena, već ukazuje na različito i varirajuće dejstvo fiskalnih mjera u posmatranom periodu. U kratkom roku, povećanje izdataka javnog sektora povećava proizvodnju privrednog sektora obrnuto srazmjerno reagovanju cijena na promjene proizvodnje, koje zavisi od izmjena predviđanja uzrokovanih fiskalnim ekspanzionizmom. Ako su predviđanja cijena i nadnica usklađena sa fiskalnom politikom, onda nivo cijena neutrališe povećanje tražnje proizvoda i radne snage od strane javnog sektora bez provociranja promjena nivoa proizvodnje privrednog sektora. Ali porast tražnje javnog sektora inducira tzv. istiskivanje tražnje privatnog (pri-

vrednog) sektora bez provociranja promjena nivoa proizvodnje privrednog sektora i redukuje apsorpciju proizvodnje privatnog sektora. Međutim, savremena fiskalna analiza pokazuje da se problem ne postavlja samo u kratkoročnom istiskivanju tražnje privatnog sektora. Naime, Brunner i Meltzer (1976) su analitički pokazali da za svaku kombinaciju fiskalnih mjera postoji dugoročna količina finansijskih sredstava i dugoročni nivo cijena, s tim što je sa svakom mogućom kombinacijom fiskalnih mjera povezan nivo nominalne proizvodnje, koji je opredijeljen dugoročnim intenzitetom kapitala, normalnom stopom nezaposlenosti i normalnom ponudom radne snage u privatnom sektoru. Fiskalne mjere, u tom kontekstu, djeluju na determinante normalne proizvodnje, budući da povećanje realnih izdataka fiskalnog sektora redukuje nivo normalne proizvodnje. Izdaci javnog sektora, dakle, obaraju nivo normalne proizvodnje, s obzirom na to da izazivaju dugoročno istiskivanje tražnje privatnog sektora (Brunner and Meltzer 1976). Problem dugoročnog istiskivanja tražnje privatnog sektora javlja se u uslovima dominacije budžetske politike, pa čak i kada egzistira realni kratkoročni efekat multiplikatora. Suprotno od Brunner-Meltzerove analize, Tobin, Buitter, Modigliani i Ando (1976) negiraju kratkoročno i dugoročno istiskivanje tražnje privatnog sektora i pokazuju da porast realnih izdataka javnog sektora povećava dugoročnu proizvodnju i dugoročne zalihe realnog kapitala. Mayer, po Frischu, zanemaruje tzv. „*crowding-out* efekat” (tj. efekat istiskivanja tražnje privatnog sektora), koji Stein smatra za glavnu razliku između monetarista i neokeynesijanaca. *Crowding-out* efekat pokazuje da izdaci javnog sektora koji se ne finansiraju stvaranjem novca nego povećanjem poreza i/ili porastom zaduživanja, imaju za posljedicu smanjenje izdataka privatnog sektora, koji djelimično ili u potpunosti kompenzuju povećane izdatke javnog sektora. Zanemarivanje *crowding-out* efekta izražava optimizam u odnosu na stabilizacionu politiku javnog sektora, dok njegovo isticanje povlači suprotnost. Sem toga, ovaj efekat je kriterijum za razlikovanje između monetarista i neokeynesijanaca (Buitter 1977).

*Crowding-out*, kao relativno nov fenomen, označava efekat istiskivanja privatnih investicija iz finansijskih tokova u uslovima rastućih javnih dugova i kamatnih stopa na tržištima kapitala (Buitter 1977). Ovaj tzv. *crow-*

*ding-out* efekat nastupa usljed ekspanzije javnog sektora, pošto udio novca namjenjenog transakcijama, koji raste uporedo sa dohotkom, dovodi do smanjenja udjela novca namijenjenog očuvanju likvidnosti, pa, prema tome, i do povećanja kamatne stope, koja obara nivo privatnih investicija (Taylor 1979). Efekat istiskivanja može biti izbjegnuto samo u uslovima kada je tražnja novca za transakcije niska, funkcija preferencija likvidnosti elastična i investiciona funkcija neelastična. Drugim riječima, eliminisanje negativnih efekata budžetskog deficita na rast nacionalnog dohotka posredstvom rastuće kamatne stope, koja istiskuje privredni sektor na tržištu kapitala, zahtjeva komplementarnu fiskalnu politiku ekspanzivnom monetarnom politikom koja spriječava povećanje kamatne stope (Musgrave and Musgrave 1980). Međutim, ekspanzivna monetarna politika u koegzistenciji sa budžetskim deficitima pojačala bi samo inflatorne tenzije, dok bi rastuća stopa inflacije uvela rastući trend nominalne kamatne stope (Eisner 1969). U cjelini posmatrano, porastu javnog zaduživanja prijeti visok porast kamatne stope tako da između ovih fenomena postoji uska veza na kratak rok (Verde 1979). Akceleracija javnog zaduživanja na finansijskim tržištima praćena restriktivnom politikom podržava relativno visok nivo realne kamatne stope (Problèmes économiques, 1982). No, neophodni resursi za finansiranje budžetskih deficita pritiskuju finansijska tržišta, budući da restriktivne monetarne politike onemogućavaju upotrebu primarne emisije umjesto javnog duga (Carlson and Spencer 1975). Država u načelu može da izbjegne tzv. efekat istiskivanja na dva načina: (a) pribjegavanjem monetarnim kreacijama i/ili (b) pribjegavanjem eksternom zaduživanju (Brechling and Wolfe 1965). Na taj način država koči rast kamatne stope (Ristić 2012).

Mayer, u svojoj ekspoziciji privremenog bilansa karakterističnih postavki savremenog monetarizma, nije obratio pažnju na tzv. *crowding-out* efekat, koji reflektujući dejstvo različitih metoda finansiranja budžetskog deficita – dovodi do ekstremnih polarizacija monetarista i neokeynesijanaca (Frisch). Metodi finansiranja budžetskog deficita u pravilu indukuju inflatorno ili neinflatorno alimentiranje javno finansijskih deficita. Naime, finansiranje budžetskog deficita kreiranjem novca po prirodi stvari izaziva inflatorni pritisak, dok finansiranje deficita javnog sektora kreditima ne-

finansijskih sektora vrši pritisak na povećanje kamatne stope (Friedman 1974). Svojevremeno su tvorci ekonometrijskog modela St. Louis (Anderson and Carlson 1970), naglašavajući *crowding-out* efekat, istakli činjenicu da izdaci javnog sektora, koji nisu financirani povećanjem poreza i državnih zajmova, a koji ne prati povećanje novčane mase, uzrokuju istiskivanje izdataka privatnog sektora. Naime, ukoliko država smanjuje poreze i alimentira budžetski deficit prodajom državnih obveznica, utoliko se povećava struktura finansijske aktive i koeficijent obveznice/novčana masa. Tržište obveznica u tom slučaju može biti u ravnoteži samo ukoliko se povećava tržišna kamata (Keran 1969). Povećana tržišna kamata na robnom tržištu involvira suprotne efekte, i to: pozitivan efekat imovine na funkciju izdvajanja i negativan *crowding-out* efekat (Stein 1976). U ovom kontekstu, *crowding-out* efekat može biti veći ili manji od efekta imovine, i, eventualno, da bude kompenzovan. No, suprotni efekti bitni su za formulisanje razlika između monetarističke i neokeynesijske škole, jer prihvatanje ili neprihvatanje *crowding-out* efekta distancira monetariste od fiskalista (smatra Stein). I zaista, ukoliko se efekat budžetskog deficita (finansiranoj zajmovima nefinansijskih sektora) ne pokaže pozitivnim, onda se dati model mora smatrati monetarističkim i, obrnuto, ukoliko se pokaže pozitivnim, onda se mora smatrati fiskalističkim (keynesijskim).

Nedavno su Modigliani i Ando (1976) pokušali da procijene dejstvo *crowding-out* efekta. U sklopu empirijske provjere u simulacionom modelu, ovi autori su pokazali da je *crowding-out* efekat, kao posljedica monetarnog impulsa, samo jedan od brojnih efekata koji se javljaju u procesu finansiranja porasta izdataka javnog sektora plasiranjem obveznice: direktno dejstvo na realni dohodak, indukovani efekat potrošnje, efekat akceleracije, efekat cijena, efekat imovine, *crowding-out* efekat i efekat realne količine novca (Pigou-Patinkinov efekat). Modigliani i Ando su, u tom sklopu, posebno dokazali da *crowding-out* efekat djeluje restriktivno tako da se realni dohodak koji se u početku povećava pod dejstvom monetarnog impulsa, vraća ka polaznoj situaciji. Iz tih razloga, neokeynesijanci su skloni zanemarivanju *crowding-out* efekta radi optimističkog gledanja na politiku stabilizacije javnog sektora sa ciljem suprotstavljanja Mayerovoj

monetarističkoj postavci o odbacivanju vladinog intervencionizma u ekonomskoj politici.

Potrebe finansiranja javnog sektora u pravilu mogu biti pokrivena zajmovima kod centralne banke, komercijalnih banaka i privatnog nebankarskog sektora iz inostranstva, i prodajom obveznica ovim institucijama i sektorima. Vlada može finansirati porast potreba duga (zajma) javnog sektora prodajom obveznica centralnoj banci ili pribjegavanjem avansima centralnog monetarnog instituta. Finansiranje budžetskog deficita uvodi ekspanziju bankarskog kredita bilo direktno (pribjegavanjem javnog sektora zajmovima bankarskog sistema) bilo indirektno (pozajmljivanjem privrednog sektora kod bankarskog sistema), pri čemu kontrola monetarnih agregata može biti kompromitovana značajem potreba zajmljenja javnog sektora. Pri tome se, dakle, monetarna incidenca ispoljava u okviru različitih metoda bankarskog finansiranja budžetskog deficita. Doduše, incidenca na monetarnu masu ekscesivnom ekspanzijom bankarskih kredita može biti rekompenzovana inostranim kapitalom, budući da uvoz inostrane akumulacije od strane privrednog sektora, u nedostatku domaće likvidnosti i redukovanih dostupnih resursa za finansiranje privrede usljed pozajmljivanja javnog sektora, nadomješta sredstva koja su povučena za pokrivanje budžetskog deficita. Međutim, budžetski deficit uglavnom se pokriva zaduživanjem na tržištima novca i kapitala, što povećava kamate koje privlače inostrani kapital u ulaganja u obveznice američkog državnog zajma, i što vještački poskupljuje dolar koji je već precijenjen za 20–40%. Isto tako, pritisak budžetskih deficita na resurse tržišta kapitala već je doveo do toga da realne kamatne stope za nekih 7% prevazilaze nivo profitne stope. Međutim, budžetski deficiti, politika visokih kamata i politika precijenjenog kursa dolara već zahtijevaju konvergenciju ekonomskih politika zapadnih zemalja, ujednačavanje nivoa kamatnih stopa i dogovorno intervenisanje na deviznim tržištima. Smatra se, naime, da realne kamatne stope mogu pasti tek nakon drastičnog obaranja budžetskih deficita, koji između 23,5% i 48,9% apsorbuju kreditni volumen kojim raspolaže američko tržište kapitala.

Ukoliko monetarna vlast ne dozvoli potpuno pokriće budžetskog deficita pozajmnicama (zajmovi centralne banke), utoliko je tržište kapitala prinuđeno da apsorbuje povećanje državnog (javnog) duga pod pretpostavkom da se postojećim finansijskim tokovima ignoriše međunarodni priliv kapitala. U odsustvu međunarodnog priliva i smanjenja tražnje kredita ekonomskih subjekata uvećava se realna kamatna stopa koja potiskuje zajmljenje privrednih transaktora na tržištu kapitala. Zajmovno finansiranje investicija brže i osjetljivije reaguje na porast kamatnih stopa u odnosu na zajmovno finansiranje deficita javne potrošnje. Rast je, dakle, više pogođen nego potrošnja, što otvara stagflacione probleme u privredi. Doduše, efekti na sužavanje privrednih aktivnosti ublažavaju se ukoliko povećanje realnih kamatnih stopa podstiče stopu rasta domaće štednje i priliv inostranog kapitala. No, u dugoročnom hodu nije moguće neutralisati efekte fiskalnog deficita, jer pritisak deficita na porast kamatne stope postaje sve teži ukoliko državno pozajmljivanje raste u ukupnom zajmovnom finansiranju (Buchanan and Wagner 1977). Apsorbujući značajni i sve više rastući obim zajmljenih sredstava, fiskalni deficiti potiskuju zajmovno finansiranje produktivnih investicija posredstvom povećanih kamatnih stopa. Nekada je zajmovno finansiranje fiskalnog deficita imalo znatno veće efekte na kamatne stope u periodu ekspanzije (konjunktura) nego u periodu kontrakcije, odnosno recesije. Međutim, danas u recesivnim trendovima pritisak fiskalne neravnoteže na kamatne stope je osjetljiviji, jer je tražnja ekonomskih sektora za kreditima i zajmovima slabija. Visoki budžetski deficit i visoke kamatne stope u SAD zapravo empirijski verifikuju nove zakonomernosti u periodu recesije. No, sa eliminisanjem stagflacionih trendova u uslovima daljeg zadržavanja visokih fiskalnih deficita i visokih nominalnih (i realnih) kamatnih stopa dolazi do dodatnih pritisaka na finansijskim tržištima usljed ekspanzije zajmovnog finansiranja ekonomskih subjekata. U takvim uslovima manje teškoće u finansiranju budžetskih deficita osećaju zemlje sa rastućom finansijskom štednjom (Nemačka, Švajcarska, Japan) nego zemlje sa nižim stopama štednje (SAD, Francuska, Italija, V. Britanija). Masa finansijskih sredstava na raspolaganju za zajmovne operacije (tj. za finansiranje fiskalnih deficita i privrednog sektora, kao neto zajmoprimca), u takvim uslovima, u pravi-

lu zavisi od kvantuma ušteta pojedinaca (kao izvor viškova finansijskih resursa), pod uslovom da lična štednja, kao dio raspoloživog ličnog dohotka, kvantitativno raste (pod pretpostavkom da lični dohoci rastu u kompatibilnom su odnosu sa rastom produktivnosti rada u uslovima relativno stabilizovanog nivoa cijena i zaposlenosti). Međutim, u uslovima rastućih fiskalnih deficita očigledan je rastući odnos državnog (javnog) duga prema društvenom proizvodu, pa, prema tome, i učešće javnog duga u ukupnom domaćem dugu zemlje sa očiglednim negativnim posljedicama na formiranje kapitala i finansiranje produktivnih investicionih plasmana. Rastući odnos javnog duga prema društvenom proizvodu signalno nominuje usporavanje stope ekonomskog rasta (Olson 1980). Visoki fiskalni deficiti praćeni restriktivnom stopom rasta novčane mase, kao indikatora restriktivne monetarne politike SAD-a, V. Britanije, Nemačke i Japana, vrše pritisak na porast kamatnih stopa i na obaranje privredne aktivnosti i inflacije, simultano. Zadržavanje visokih kamatnih stopa, pod pretpostavkom obaranja fiskalnih deficita, nužno implicira natprosječnu ekspanziju štednje koja bi spriječila oštru kontrakciju privredne aktivnosti i potpomogla akceleraciju ekonomskog rasta. Međutim, deficit vrši presiju na kamatnu stopu i na dugi rok kreira negativnu incidencu na komponente tražnje privrednog sektora. Jer, fiskalni deficit ne reflektuju samo konjunkturane fluktuacije salda štednje i investicija privatnog sektora, već i strukturni deficit štednje. Rast deficitarnog trošenja javnog sektora, koji izaziva tzv. realni *éviction* na privatni sektor, u dugom roku, produkuje ekscese na tržištu kapitala (OECD, 1982). Rastući budžetski defciti redukuju suptilnost budžetske politike, s obzirom na moguće posljedice na monetarnu politiku, politiku razmjene i inflatorne anticipacije, i na činjenicu da su javni rashodi više pogođeni inflacijom nego fiskalni prihodi (Vladušić 2010).

## ZAKLJUČAK

U polarizovanim koncepcijama intelektualni izazov nove klasične makroekonomije daje negativni odgovor na pitanje da li fiskalni deficit apsorbuje privatnu štednju i da li državni javni dug smanjuje privatnu tražnju na

finansijskom tržištu. Fiskalni konzervativci dokazuju, pak, da finansiranje javnog deficita putem zaduživanja opterećuje buduće generacije, ali bez sadašnjeg efekta istiskivanja. Ricardovci vjeruju, suprotno keynesijancima, da su deficitni budžetski rashodi nekorisni na kratak rok i neškodljivi na dugi rok. Keynesijanski scenarij se „poklapa“ sa scenarijem nacionalnih očekivanja samo onda kada je uravnoteženi budžet cilj fiskalne politike. Monetaristički i neoklasični ekonometrijski modeli empirijski verifikuju tezu da monetarno finansiranje budžetskog deficita apsorbuje uštede i da „istiskivanje“ privatnih investicija putem kamatnih stopa poništava fiskalnu ekspanziju. Monetaristi čak smatraju da je problem utoliko teži ukoliko se simultano javlja rast dodatne tražnje privrednih subjekata i države za akumulacijom na tržištu kapitala u odnosu na tekući priliv akumulacionog potencijala na tržištu, jer dolazi do porasta kamatnih stopa u cilju uravnoteženja ponude i tražnje finansijskih resursa, i do smanjenja fiksnih investicija u privredi.

Suprotno od monetarista, keynesijanci smatraju da se viškovi sredstava na tržištu kapitala samo apsorbuju budžetskim deficitima kako bi se izvršilo recikliranje viškova dohotka bez izazivanja recesionih impulsa u privredi. Keynesijanci se zajedno sa strukturalistima oštro protive monetarističkom zanemarivanju budžetskih deficita zbog toga što doprinose povećanju kamatne stope (keynesijanci), odnosno produbljivanju tzv. *crowding-outa* (strukturalisti). Neokeynesijanci negiraju kratkoročno i dugoročno istiskivanje tražnje privatnog sektora i pokazuju da porast realnih izdataka javnog sektora povećava dugoročnu proizvodnju i dugoročne zalihe realnog kapitala. Akceleracija javnog zaduživanja na finansijskim tržištima praćena restriktivnom monetarnom politikom podržava relativno visok nivo realne kamatne stope preko budžetskog deficita.



## LITERATURA:

1. Anderson, L. C. & Carlson, K. M. 1970. *A Monetarist Model for Economic Stabilization*. St. Louis: Federal Reserve Bank.
2. Atkinson, A. & Stiglitz, J. 1971. "The Structure of Indirect Taxation and Economic Efficiency". *Journal of Public Economics*.
3. Baily, M. N. 1977. *Stabilization Policy and Private Economic Behavior*. Brookings Papers on Economic Activity 1/78.
4. Baumer, H. 1982. "Crowding-out: une menace pour les investissements privés". *Le Mois économique et financier*.
5. Blinder, A. S. & Solow, R. M. 1973. "Does Fiscal Policy Matter?" *Journal of Public Economics*.
6. Brechling, F. & Wolfe, J. N. 1965. *The end of Stop-go*. Lloyds Bank Review.
7. Brunner, K. & Meltzer, H. 1976. *An aggregative Theory for closed economy*. Amsterdam: Monetarism. North-Holland.
8. Brunner, K. & Meltzer, H. 1976. *Reply-Monetarism: The principales issues areas of agreement and the work remaining*. Amsterdam: Monetarism. North-Holland.
9. Buchanan, J. 1976. "Barro on the Ricardian Theorem". *Journal of Political Economy*.
10. Buchanan, J. M. & Wagner, R. E. 1977. *Democracy in Deficit*. N. York: OECD.
11. Budd, A. 1982. Deficits budgétaires et politique monétaire, L'Observateur de l'OCDE. *Problèmes économiques 1985/83*.
12. Buitter, W. H. 1977. „Crowding Out“ and the Effectiveness of Fiscal Policy. *Journal of Public Economics*.
13. Carlson, K. M. & Spencer, R. 1975. *Crowding out and its Critics*. Federal Reserve Bank of St. Louis: Review. Vol. 47.

14. Ćirović, M. 1977. Privredna i monetarna kretanja u svetu. *Jugoslovensko bankarstvo*.
15. Ćirović, M. 1982. *Novac i stabilizacija*. Beograd: Savremena administracija.
16. Eisner, R. 1969. Fiscal and Monetary Policy Reconsidered. *American Economic Review*.
17. Ferguson, J. 1964. *Public Debt and Future Generations*. University of North Carolina Press: Chapel Hill.
18. Friedman, M. 1974. *Milton Friedman's Monetary Framework*. Chicago: The University of Chicago Press.
19. Keran, M. W. 1969. *Monetary and Fiscal Influences on Economic Activity*. The Historical Evidence: Federal Reserve Bank St. Louis. Review.
20. Komazec S., Ristić Ž. i Vladušić LJ. 2012. *Finasiranje razvoja*, Beograd.
21. Kouri, P. J. K. 1981. *Macroeconomics of stagflation under Flexible Exchange Rates*. Paris: The American Economic Review 2/82. OECD. The Welfare State in Crisis.
22. Lachmann, W. 1982. *An empirical analysis of the „crowding out“ effect of fiscal policy in the United States and Canada*. *Kylos* 4/78.
23. Ladd, H. & Tideman, N. 1981. *“Tax and Expenditure Limitations”*. Washington: Urban Institute Press.
24. Lee, R. D. & Johnson, R. W. 1977. *“Public Budgeting System”*. Baltimore: University Park Press.
25. Modigliani, F. 1961. “Longrun Implication of Alternative Fiscal Policies and the Burden of the National Debt”. *Economic Journal*.
26. Modigliani, P. & Ando, A. 1976. *Impacts of Fiscal Actions on Aggregate Income and the Monetarist Controversy: Theory and Evidence*. Amsterdam: Monetarism. North-Holland.

27. Mundele, R. A. & Swoboda, A. K. 1970. "*Monetary Problem of the International Economy*". Chicago-London: The University of Chicago Press.
28. Musgrave, R. A. & Musgrave, P. B. 1980. *Public Finance in Theory and Practice*. Tokyo: McGraw Hill.
29. Musgrave, R. A. 1980. *Theories of Fiscal Crisis: An Essay in Fiscal Sociology*. Washington: „The Economics of Taxation“. Brookings Institution.
30. Nutter, W. H. 1977. "Crowding-out and the Effectiveness of Fiscal Policy". *Journal of Public Economics*.
31. OECD 1982. *Financement du déficit budgétaire et contrôle monétaire, série études monétaires*. Paris.
32. Olson, M. 1980. *Stagflation and the Political Economy of the Decline in Productivity*. American Economic Review 2/82.
33. Ristić Ž., Komazec S. i Ristić K. 2013. *Makroekonomija*, Beograd: Etnostil.
34. Ristić Ž., Komazec S. i Ristić K. 2014. *Monetarne i javne finansije*, Beograd: Etnostil.
35. Ristić Ž., Komazec S. i Ristić K. 2013. *Fiskalna ekonomija*, Beograd: Etnostil.
36. Ristić Ž., Vladušić LJ., Belokapić P. 2012. *Budžetska ekonomija i deficitarno finansiranje*, Beograd: Etnostil.
37. Ristić Ž., Komazec S. i Ristić K. 2013. *Monetarna ekonomija i bankarski menadžment*, Beograd: Etnostil.
38. Stein, J. L. 1976. *Inside the monetarist Black Box*. Amsterdam: Monetarism. Studies in Monetary Economics. Vol. I. North-Holland.
39. Taylor, C.T. 1979. *Crowding-out: Its Meaning and Significance*. Oxford.

40. Tobin, J. & Baily, M. N. 1977. *Macroeconomic Effects of Selective Public Employment and Wage Subsidies*. Brookings Papers on Economic Activity. Tom II.
41. Tobin, J. & Buitter, W. 1976. *Long-Run Effects of Fiscal and Monetary Policy on Agregate Demande*. Amsterdam: Monetarism. North-Holland.
42. Tobin, J. & Swan, C. 1968. *Money and Permanent Income*. Some Empirical Tests. *American Economic Review*. Vol. 59.
43. Tobin, J. 1970. "Money and Income". *Quarterly Journal of Economics*. Vol. 84.
44. Tobin, J. 1983. *Akumulacija imovine i ekonomska aktivnost*. Zagreb: Centar za kulturnu djelatnost.
45. Verde, A. 1979. *Crowding out once more: an attempe to estimate its size in Italy, 1974–1977*. Banco di Roma: Review of economic conditions in Italy No. 2.
46. Vladušić LJ. 2010. *Štednja i ekonomski rast u BiH*, Istočno Sarajevo, Centar za izdavačku djelatnost Ekonomskog fakulteta.

Žarko Ristić, PhD  
Ljubiša Vladušić, PhD  
Marko Radičić, PhD

## **FISCAL IMBALANCES AND SCARCE FINANCING THE PUBLIC SECTOR: THE BUDGET DEFICIT AND PUBLIC DEBT**

**Summary:** *Financial imbalances is typically the result of deficit financing, final consumption of surplus (private, investment and social spending), or economic and financial transactions with foreign countries. The increase in wages above*

*labor productivity, the rise of real accumulation (investment) growth over cash accumulation, increases in the fiscal burden over the growth of fiscal capacity, increases in lending above the potential growth of credit, increases in public expenditure over the growth of public revenue, increases in imports over exports, etc. reflect the broader concept of deficit financing, or anticipated final consumption and income accumulation over material financial capabilities of the national economy. Financial balance or imbalance, therefore is a cause-and-effect relationship between economic balance and imbalances that can be of an internal or external character and origin.*

**Key words:** *fiscal imbalance, budget deficit, public debt, deficit financing, public spending.*

**JEL klasifikacija:** *H61, H63*