

Časopis „Poslovne studije”, 2015, 13–14: UDK: 336.143.232:339.72.053.
Rad primljen: 17.03.2015. DOI: 10.7251/POS1514011R
Rad odobren: 14.04.2015. Originalan naučni rad

Ristić, dr Žarko¹
Ristić, dr Kristijan²

FISKALNI DEFICIT, JAVNI DUG, KAMATNA STOPA I DEVIZNI KURS

Rezime: *Visoki nivo dugovnih javnih papira države usložio je međusobno delovanje fiskalnog deficita budžeta i valutnog kursa, naročito u zaduženim zemljama u tranziciji. Ograničeno inostrano zaduživanje i fiskalne strogosti, doduše, utiču na devizni kurs, ali i na valutni rizik i na masivnu devalvaciju. U dugovnoj patnji, smanjenje fiskalnog deficita jeste apsorpcioni instrument, dok je devalvacija politika promene. Apsorpcioni instrument (redukcija budžetskog deficita) i politika promene (devalvacija nacionalne valute) jesu oslonci makroekonomske stabilnosti i programa strukturnog prilagođavanja, i, naročito, politike uspostavljanja kreditne sposobnosti i iznalaženja balansa između finansiranja i prilagođavanja.*

Ključne reči: *fiskalni deficit, javni dug, kamatna stopa, devizni kurs, budžetska ravnoteža.*

JEL klasifikacija: *H61, H63, H680, H690.*

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

² Docent Univerziteta Union Beograd, kristijanristic.fpim@yahoo.com

1. MEĐUZAVISNOST DEVIZNOG KURSA I FISKALNOG DEFICITA

Povratak spoljne kreditne sposobnosti prezadužena zemlja može ostvariti putem suficita trgovinskog bilansa za servisiranje spoljnog duga. Odnos dug/izvoz, kao indikator, može se poboljšavati „samo toliko dugo dok suficit nekamatnog tekućeg računa, kao dela izvoza, premašuje razliku između postojeće kamatne stope na inostrani dug i rasta izvoznih prihoda“ (Ristić 2014, 234). Razvoj spoljnog duga, međutim, bio je više uslovljen fiskalnim deficitima pošto su konvencionalne nerikardijanske konsideracije uticaja obveznicama finansirane fiskalne ekspanzije empirijski verifikovane. Ali, valute tih zemalja (prezaduženih) počinju da erodiraju i da masivno devalviraju. Rastuća kamatna opterećenja ubrzala su gubitak međunarodne kreditne sposobnosti i povećani retransfer deviza u korist kreditora, što je tangiralo prihode od poreza, domaći javni dug i uštede na javnim nekreditnim izdacima. Breme spoljnih dugova sužavalo je bazu oporezivanja i promulgovalo tzv. Tanzi efekat (rastući gubici realnih poreskih prihoda zajedno sa akceleracijom inflacije). Prodaja domaćih obveznica na domaćem finansijskom tržištu nije bila neinflatorni izvor finansiranja.

Realni prihodi od državnih obveznica znatno su premašili realne stope rasta. To je sa nekamatnim budžetskim deficitom vodilo rastu učešća domaćeg javnog duga u društvenom proizvodu. Deficiti su morali biti monetizovani onog trenutka kada odnos domaćeg duga i proizvodnje nije mogao biti povećan (Ristić 2014, 317). Tada monetarne finansije igraju značajnu ulogu za vođenje internog transfera izvoza potrebnih za servisiranje spoljnog duga. Visoka inflacija dovodi do valutne erozije, do usmeravanja štednje u imovinu i do valutne zamene (Burdekin 1992, 48). Sa rastom inflacije raste i varijabilnost kamata i valutnih kurseva. Ulagači sada, zbog rizika, zahtevaju realnu kamatu koja leži iznad nivoa kamate sa kojom bi bili zadovoljni kada bi nivo cena bio konstantan. To, nadalje, dovodi do alokacionih deformacija i do slabljenja rasta, jer investitori ne mogu da povećaju svoju imovinu na tržištu kapitala. Tako dolazi i do gubitaka u blagostanju društva uporedo sa inflacijom zbog pogrešne politike novca, koja inducira devalvaciju (Ristić 2000, 1048).

Ako valutni kurs odražava dobro stanje u državnim finansijama, onda tzv. fiskalni pristup odlučivanja o tečaju daje bolje performanse od monetarističkog ili platnobilansnog. Zemlje u kojima dominira finalna strogost pronalaze rešenje da odstupanje od ravnotežnog kursa nastupa samo kada su njihove privrede pogođene fiskalnim šokom. Valutni kurs tada treba prilagoditi očekivanjima, pošto su rizici neplaćanja poreza intenzivirani. Rastuće kamatne stope postaju neefikasno sredstvo za izbegavanje devalvacije iz prostog razloga što one povećavaju troškove, nivo duga i rizik inflacionog poreza. Fiskalni odgovor na devalvaciju bio bi sledeći: „Ako kurs u početku depresira, očekivanja buduće apresijacije mogu stvoriti klin između prihoda u domaćoj i stranim valutama koji dozvoljava pad servisiranja domaćeg državnog duga u lokalnoj valuti. Ova hipoteza bi podrazumevala da devalvacija tečaja pomaže promovisanje spoljnog prilagođavanja i fiskalne stabilnosti *uno actu*, bez neugodnog izbora između oba cilja. Međutim, pretpostavka da devalvacija poboljšava državni budžet ne potvrđuje se u prezaduženim zemljama u razvoju, jer „porast poreskih prihoda u lokalnoj valuti i novi dotoci inostranog finansiranja bili su previše ograničeni da bi nadoknadili porast troškova u lokalnoj valuti za servisiranje duga u inostranoj valuti koje prati devalvacija“. U stvari, prilagođavanje tečaja može imati suprotan efekat na državno finansiranje. Za zemlje koje su ušle u klopku preteranog duga, važno je stvaranje trgovinskog suficita za servisiranje spoljnog duga. Tada je neizbežna i trajna devalvacija realnog kursa ispod pariteta kupovne moći. Realna devalvacija vrši negativan cenovni efekat na državni aparat „kada realne kamate na neto spoljnji dug plus nekamatni budžetski trgovinski deficit prevazilazi novi neto vanjski dug“, odnosno „realna devalvacija će poboljšati fiskalnu situaciju samo kada je budžetski trgovinski deficit u početnom suficitu ili kada je neto priliv strane valute (novi dug minus kamata) državi pozitivan“. Inače, uticaj realne devalvacije na kamatni segment fiskalne pozicije postao je gotovo negativan za prezaduzene zemlje usljed rastućeg pomaka u neto finansijskim transferima. Međutim, pored cjenovnog efekta koji izaziva devalvacija na državni budžet, evidentan je i kratkoročni proizvodni efekat na poresku osnovicu i realnu potrošnju, koji se, doduše, teško meri. „Brazil i Meksiko trebaju veću depresijaciju da bi generirali stranu valutu u vrednosti jednog dodatnog postotka GDP nego što treba Koreja“, gde

je jaka spoljna orijentacija stvorila mnogo veći spoljnotrgovinski sektor. Spoljna konkurentnost podstiče rast društvenog proizvoda, pa, prema tome, i poreske osnove, koje omogućavaju jače dotoke državnih prihoda. To pak omogućava povećanu realnu potrošnju budžetskog sektora. No, jaka devalvacija uglavnom vodi naglom rastu opšteg nivoa cena. Javni izdaci sada se brzo prilagođavaju inflaciji, dok redovni poreski prihodi zaostaju. Fiskalna kočnica postaje beznačajna, zbog relativno skromnog učešća progresivnog oporezivanja u ukupnim poreskim prihodima. Ali, raste pomak od nastajanja poreza do njegove naplate i rastu gubici usled zaostajanja u prikupljanju poreza, koje uvodi inflacija. Inflacija narušava i kontrolne fiskalne mehanizme i erodira poreski moral.

Poslednji kanal kroz koji prilagođavanje tečaja može pogoršati fiskalnu neravnotežu povezan je sa široko rasprostranjenim postojanjem višestrukih kurseva, koje devalvacija teži da unificira i da smanji razliku između službenih i tržišnih stopa na crnom deviznom tržištu. Višestruki tečajevi imaju strukturu „poreske novčane potpore za koju se podrazumeva da može finansirati deo vladinog budžeta. S višestrukim tečajevima uvoz može biti opterećen visokom cenom strane valute, a isto tako i izvoz s niskim tečajem po kojem se zarade u stranoj valuti moraju ustupiti. S druge strane, sistem višestrukih tečajeva može, takođe, biti korišćen od strane vlade da bi se subvencionirao uvoz ili izvoz kroz preferencijalne stope. Neto fiskalni prihodi nastali od strukture višestrukih stopa zavise od viška prihoda od prodaje strane valute iznad prihoda od kupovine“. Doduše, to zavisi i od valuta u kojima je nominalan spoljni dug. U srazmeri u kojoj je jedan deo inostranog duga nominiran u valutama koje apresiraju u odnosu na dolar, depresijacija dolara vodi porastu dolarske vrednosti inostranog duga. Ali, porast dolarskog duga i njegovog servisiranja se može izjednačiti s poboljšanom fiskalnom pozicijom dužničkih zemalja. Ako se uticaj dolarske apresijacije na kamatne stope SAD-a ostavi po strani, fiskalni uticaj pomaka među ključnim valutama na dužničke zemlje većinom zavisi od njihovog uticaja na tržišne cene i obim potrošnje. „U srazmeri u kojoj potražnja za sirovinama teži ka cenovnoj neelastičnosti i u kojoj industrijski proizvodi dolaze iz zemalja čije valute apresiraju prema dolaru, dolarska depresijacija vodi padu relativne cene sirovina i

prerađevina. Ovi razlozi mogu većinom objasniti zašto je nedavna depresijacija dolara opteretila državni budžet u zemljama kao što je Indonezija, dok je poboljšala fiskalnu poziciju u, recimo, Koreji. Indonezija je veoma zadužena u jenima i nemačkim markama, a neto je izvoznik sirovina, dok je Koreja neto izvoznik proizvoda, a njen je inostrani dug većinom u dolarima. Latinskoameričke dužničke zemlje se većinom nalaze između ovih ekstrema. Njihov inostrani dug je većinom u dolarima, ali njihove trgovinske cene nisu rasle tragom dolarske depresijacije, zato što one još uvek zavise u znatnom delu od izvoza sirovina.“ Ali, negativan fiskalni uticaj devalvacije ne može se jednostavno izbeći iz razloga što su valute prezaduženih zemalja precenjene za sve vreme dok je inostrani kapital bio dostupan. Jasno je da devalvacija nije izlaz iz fiskalne krize iako vlade pate od kapitalnih gubitaka na inostranom dugu zbog devalvacije. Devalvacija samo pokazuje da treba redukovati fiskalnu neravnotežu, koja konverzira postojanje javnog duga u stranoj valuti. „Gde tekući ciljevi (izgubljena kreditna sposobnost) sprečavaju inostrano finansiranje deficita budžeta javnog sektora, oni se moraju uskladiti s viškom štednje nad investiranjem privatnog sektora. Stoga su javni sektori u većini problemskih dužničkih zemalja postali neto korisnici štednje domaćinstava i privrede, što se pokazuje u njihovom visokom odnosu nacionalne štednje i investicija. Novac i inflacija obavezno rastu s budžetskim deficitima finansiranim kod kuće, osim ako privatna potražnja za kreditima nije proporcionalno obuzdana. Da bi problemske dužničke zemlje mogle štedeti, investirati i rasti, moraju zatvoriti jaz između stvarnog fiskalnog učinka i situacije, gde su njihove javne finansije u skladu s ovim ciljevima. Kako će taj jaz biti zatvoren – fiskalnim prilagođavanjem, oslobađanjem od duga s inostranim finansiranjem – takođe je funkcija njegove veličine“ (Ortiz 1987, 322).

U sistemu tzv. fleksibilnih kurseva, svaka zemlja, po pravilu, dopušta fluktuiranje deviznih kurseva, jer je tada ponuda novca fiksirana da bi se spretno kontrolisala inflacija. Ali, i fiksirana količina novca u opticaju sa anticipiranim antiinflacionim targetingom (ciljevima) provocira fluktuacije u deviznim kursovima i narušava stabilizacioni program vlade, pa, prema tome, i budžetskom zaduživanju.

2. JAVNI DUG I KAMATNE STOPE

Budžetski deficit u pravilu involvira porast javnog duga koji uslovljava porast kamatnih stopa. Tako je postignut konsenzus u naučnim opservacijama efekata fiskalnog deficita i javnog duga na realne kamatne stope. Međutim, globalizacija finansijskih tržišta i internacionalizacija finansijskih politika omogućile su da fiskalni deficit jedne zemlje OECD biva finansiran štednjom drugih zemalja (unutar kruga OECD ili izvan njegove zone). Time dolazi do povećanja kamatnih stopa na svetskim tržištima kapitala pod dejstvom budžetskih deficita. A to se već može smatrati internacionalizacijom finansiranja fiskalnog deficita. Zbog toga je za Tanzija (1991, 911) atraktivan problem (1) veza između porasta koeficijenta (odnosa) državnog duga prema društvenom proizvodu i porasta realnih kamatnih stopa; (2) veza između rasta u isplati kamata i smanjenja kapitalnih izdataka; i (3) veza između porasta u isplati kamata i porasta stope oporezivanja. „Finansiranje duga je zamena za oporezivanje. Time se državama daje mogućnost da održavaju ili povećavaju, bar privremeno, javnu potrošnju bez donošenja zakona za povećanje oporezivanja“ (Tanzi 1992, 187). Time se, verovatno, postiže prednost u očima javnog mnjenja u procesu obezbeđivanja trenutne koristi bez trenutnih troškova, odnosno trenutne javne potrošnje bez trenutnog porasta oporezivanja. Sa stanovišta kratkoročnih ciljeva, vlade sada diskontuju buduće državne troškove po relativno visokim stopama kako bi izazove finansiranja javne potrošnje kroz javni dug prirodno atraktivizirale. U privremenom rastu javne potrošnje privremene promene oporezivanja imale bi negativne efekte na privredni rast i gubitke u socijalnim davanjima. Zato je supstitucija poreskog finansiranja zajmovnim finansiranjem izuzetno važna, naročito kada su u pitanju velike javne investicije koncentrisane u relativno kratkim vremenskim sekvencama. U tom kontekstu, korišćenje sredstava za finansiranje javnog duga povećava ekonomsku efikasnost iz prostog razloga što bi u slučaju produktivnog investiranja dug isplaćivao samog sebe povećanjem ekonomske aktivnosti i, na taj način, poreske osnove.

Svako povećanje javne potrošnje koje nije privremeno (nego permanentno) automatski za posledicu ima povećanje udela javnog duga u društvenom

proizvodu, pa, prema tome, i troškova servisiranja državnog duga (zbog relativno visokih kamatnih stopa). Uslov je, svakako, jedan jedini: da se javna potrošnja ne alimentira porezima, već isključivo javnim dugom, odnosno sredstvima izdvojenim za finansiranje duga. Usled toga, dug više ne može biti korišćen za prevenciju rasta poreskih stopa. U svojoj kontradikciji, javni dug postaje podsticajni mehanizam porasta poreskih stopa. U tom slučaju, zemlja će vremenom imati potrebu da proizvede jedan „produženi višak“, koji reprezentuje razliku između državnog prihoda i beskamatne potrošnje (Ristić et al. 2014, 714). A cilj stvaranja primarnog viška jeste servisiranje duga. Stvaranje „primarnog viška“, međutim, može ići i kroz visoke (i rastuće) poreske stope u uslovima nemogućeg reduciranja javne potrošnje, čiji rast već nije privremen (nego stalan, kontinuelan, zakonameran). Nemogućnost smanjenja tzv. beskamatne potrošnje dovodi do toga da stope oporezivanja postanu bazni instrument finansijske politike jer vlade dugoročno ne mogu uticati na kamatne stope i privredni rast u željenom pravcu. Zato im ostaje jedina primena tzv. primarnog viška, odnosno „fina igra“ na razlici između državnog prihoda i beskamatne potrošnje.

U toku poslednje decenije promenjen je oficijelni fiskalni stav po kome više ne važi tvrdnja da se fiskalni deficit jedne zemlje finansira isključivo sredstvima te iste zemlje. Samim tim, srušena je jaka korelacija između ukupne domaće ponude sredstava štednje i ukupne domaće tražnje za sredstvima iz štednje. To pak pokazuje da međunarodne kamatne stope igraju sve presudniju ulogu u procesu ekvilibrizacije ponude i tražnje sredstava iz štednih fondova. Fiskalna politika u globalnim razmerama, samim tim, utiče na odnose među kamatnim stopama i, naročito, na razliku između nacionalne kamatne stope i prosečne međunarodne kamatne stope. Zbog toga je važna globalna veza između svetskih realnih kamatnih stopa i nivoa globalnog državnog duga, i veza između državnog duga i domaćeg društvenog proizvoda (koja direktno utiče na realne kamatne stope i na veličine varijabila monetarne politike). Rezultati empirijskih testova u zemljama OECD pokazuju značajne pozitivne veze između realnih kamatnih stopa na dugoročne državne obveznice i koeficijent odnosa državnog duga prema bruto domaćem proizvodu. „Povećanje koeficijenta odnosa javnog

duga prema bruto domaćem proizvodu za 1% povećava realne kamatne stope za oko 20 baznih poena“, dok povećanje fiskalnog deficita u istim veličinama ima efekat koji je od osam do deset puta jači.

U uslovima rastućih kamatnih stopa, povećanje koeficijenta odnosa između državnog duga i društvenog proizvoda uzrokuje negativne implikacije na strukturu „poslovnih“ aktivnosti države, odnosno javnog sektora. Jer, rastuće isplate kamata na javni dug involviraju rastući budžetski deficit, rastuće poresko opterećenje i opadajuće nivoe stalnih oblika javne potrošnje u strukturi ukupne potrošnje javnog sektora. U tom kontekstu, izbile su varnice između ekonomista koji različito gledaju na finansiranje i servisiranje duga. Ekonomisti koji analiziraju dugove zemalja u razvoju akcenat stavljaju na servisiranje duga. Ekonomisti koji analiziraju dugove industrijski razvijenih zemalja OECD akcenat stavljaju na proces povećanja zaduženosti (odnosno na finansiranje). Povećanje javnog duga samo privremeno sprečava povećanje nivoa oporezivanja, pod uslovom da se dugom finansira privremeno povećanje javne potrošnje. Ali, ukoliko bi javni dug srednjoročno bio povezan sa javnim investicijama, onda bi finansiranje duga, u stvari, predstavljalo samofinansiranje, pod uslovom da je finansiranje duga povezano sa produktivnim kapitalnim projektima. Međutim, u zemljama OECD udeo opštedržavne investicione potrošnje u društvenom proizvodu je opao i sveo se na gotovo marginalnu poziciju u strukturi finalne javne potrošnje. To je čvrst dokaz da kapitalna potrošnja nije generator rastućeg trenda koeficijenta odnosa javnog duga i društvenog proizvoda. Nivo ovog segmenta javne potrošnje nikako ne može da se održi na stabilnom (zavidnom) nivou iz razloga što kapitalni javni rashodi nemaju podršku među interesnim grupama i što vladine strukture, pod pritiskom javnog biračkog mnjenja (idući linijom manjeg otpora), po pravilu podižu kapitalne troškove brže i jednostavnije od izdavanja za plate i poslovanje administracije, koje valja urgentnije obuzdavati. Greška je što se pozitivni finansijski efekti, koji se ostvaruju u budućnosti, potiru elementarnom redukcijom beskamatne potrošnje u politici ograničavanja fiskalnih deficita. Prenebregava se činjenica da povećanje nivoa oporezivanja ima jedino ekonomskog smisla ukoliko se tako mobilisana sredstva privredno recikliraju kroz javne investicije.

U zemljama OECD smatra se da je centralni uzrok rasta koeficijenta odnosa javnog duga i društvenog proizvoda upravo prebrzo povećanje državnih transfera, prvenstveno po osnovu socijalnog osiguranja. A to je i glavno objašnjenje za rast fiskalnog deficita, koje savremene države teže da ograniče putem povećanja nivoa oporezivanja i smanjenja beskamratne potrošnje. Državne transfere po osnovu socijalnog osiguranja je relativno teško ograničiti i kontrolisati iz razloga što se povećala starost stanovništva, što se povećao broj stanovnika koji uživa penzije i što se povećao nivo realnih penzija. A tu su i troškovi zdravstva i socijalne pomoći, koji, takođe, beleže tendenciju rasta, osim tzv. ekonomskih transfera (subvencije i dotacije), koji drastično opadaju u strukturi javne potrošnje. Stoga, javno mnjenje (sa snažnim pritiskom) treba da uzme u obzir da će uvećanje javnog duga, sa pratećim povećanjem kamatnih stopa, vremenom uticati na povećanje koeficijenta odnosa poreza i društvenog proizvoda i na promene u strukturi javne potrošnje (Ristić 2014, 187). Državno investiranje, samim tim, progresivno bi se smanjivalo putem povećanja iznosa isplata na ime kamata. Uostalom, države-članice OECD jesu uvećavale svoj dug da bi izbegle „nagla prilagođavanja stopa oporezivanja“, ali samo na kratak rok. U srednjem roku, vlade su bile prisiljene (uprkos svojim izbornim obećanjima) da povećaju nivo oporezivanja zbog neodložnih isplata troškova povećanih kamata na javni dug. „Iskustva zemalja OECD pokazuju da povećanje javnog duga na kraju utiče na povećanje poreza. Zalaganje za veće poreze postaje utoliko jače ukoliko kamatne stope postaju značajno više od stopa rasta ekonomije, kao što se već dogodilo u osamdesetim godinama.“ Efektivno, koeficijent odnosa poreza i društvenog proizvoda najviše se povećao u zemljama koje su ostvarile najveće povećanje javnog duga i isplate najviših troškova kamate. Drastično povećanje koeficijenta odnosa poreza i društvenog proizvoda bilo je evidentno u Kanadi, Japanu, V. Britaniji, Italiji, Danskoj, Španiji i Irskoj, dakle, u zemljama sa najvećim koeficijentom odnosa povećanja duga prema društvenom proizvodu i odnosa isplata kamata prema društvenom proizvodu.

3. BUDŽETSKI DEFICIT I ZAJMOVNO FINANSIRANJE JAVNOG SEKTORA

Da li se treba pridržavati dogme o permanentnom održavanju fiskalne ravnoteže u našem društvu nezavisno od ekonomskog stanja u zemlji ili se valja okrenuti politici deficitarnog *versus* suficitarnog finansiranja javne potrošnje u zavisnosti od konjunkturnih kretanja? Posve je jasno da se klasična teorija budžetskih deficita i javnih dugova ne može empirijski verifikovati u tržišno orijentisanom privrednom sistemu iz sledećih razloga: (1) što budžetski deficit uvek ne znači višak tražnje sa inflacionim pritiskom; (2) što budžetski deficit ne mora uvek da vodi dodatnoj emisiji novca i monetarnoj ekspanziji sa doprinosom razvoju inflacije; i (3) što javno zaduživanje države za pokriće deficita uvek ne predstavlja prenošenje tereta potrošnje finansirane javnim dugom sa sadašnjih na buduće generacije (Ristić 2012, 956). Savremena fiskalna teorija je portretirane bazične postulate klasičnih javnih finansija nedvosmisleno pobila, dokazujući da: prvo – budžetski deficit automatski ne znači višak tražnje, jer deficit može biti rezultat redukcije fiskalnih prihoda u odnosu na društvene rashode (a ne isključivog povećanja javnih rashoda u odnosu na fiskalne prihode); drugo – fiskalni deficit automatski ne vodi povećanju dodatne emisije novca sa inflatornim impulsima, jer deficit može biti alimentiran upotrebom finansijske štednje sektora stanovništva i emisijom društvenih zajmova sa sračunatim efektima na planu preraspodele dohotka i akumulacije, i neutralnim efektima na količinu novca u opticaju, i; treće – zajmovno finansiranje fiskalnih deficita iz inostranstva (dovlačenje inostrane akumulacije spoljnim dugovima), po pravilu, ne znači da se tereti eksternih zajmova prenose sa sadašnjih na buduće generacije, jer se racionalnom upotrebom inostrane akumulacije posredstvom alimentiranja fiskalnih deficita za povećanje društvenog bogatstva simultano prenose koristi budućim generacijama u vidu prirasta budućeg dohotka iz produktivno iskorišćenog spoljnog zajma.

Aktivistički pristup upravljanju fiskalnim parametrima u našim uslovima implicira preispitivanje strukture fiskalnih prihoda i javnih rashoda, promenu odnosa između budžetskih rashoda i prihoda, utvrđivanje nove srazmere

između fiskalnih prihoda i društvenih rashoda i društvenog proizvoda, proširenje izvora finansiranja fiskalnih deficita i efektivnu atraktivizaciju javnih zajmova. Naime, u budžetskom odlučivanju valja optirati budžetski deficit u uslovima usporavanja privredne aktivnosti putem smanjenja fiskalnih prihoda (u formi rasterećenja privrede) i zadržavanja postojećeg nivoa budžetskih rashoda, a ne putem povećanja budžetskih rashoda i zadržavanja postojećeg nivoa fiskalnih prihoda. Istovremeno, u strukturi budžetskih rashoda treba utvrditi odnose između tekućih rashoda, transfernih rashoda i investicionih rashoda u smislu da transferni i investicioni rashodi rastu, a da tekući rashodi stagniraju (ili opadaju). Alternativno, investicioni rashodi bi mogli da se povećavaju, transferni rashodi bi mogli da stagniraju, a tekući rashodi bi mogli da opadaju. Alternativne opcije u strukturi budžetskih rashoda sledile bi strukturne izmene fiskalnih prihoda u stagnirajućim ekonomskim prilikama, u smislu utvrđivanja prestrukturiranja fiskalnog opterećenja privrede (smanjenje fiskalnih tereta) i stanovništva (povećanje fiskalnih obaveza) (Reisen 1992, 13).

Na promene strukture budžetskih rashoda i fiskalnih prihoda valja nadovezati promenu strukture izvora finansiranja fiskalnih deficita, koji su rezultat smanjenja fiskalnih prihoda u odnosu na postojeći obim društvenih rashoda (a ne obrnuto). U savremenoj teoriji i praksi, budžetski deficiti, po pravilu, finansiraju se iz više izvora: (1) novim porezima i povećanjem postojećih poreza, (2) javnim zajmovima (izdavanje obveznica i upotreba drugih oblika hartija od vrednosti), (3) inostranim zaduživanjem (uvoz inostrane akumulacije eksternim dugovima), (4) kreditima nemonetarnih finansijskih institucija (poštanske štedionice, osiguravajući zavodi, fondovi invalidsko-penzijskog osiguranja, investicione i kreditne banke), (5) kreditima centralne banke i ostalih monetarnih institucija i (6) pozajmicama od ostalih finansijskih institucija javne potrošnje. U praksi, preteže kombinovani model finansiranja deficita u zavisnosti od programiranih efekata i privrednih kretanja. U sadašnjim prilikama nije preporučljiv model finansiranja deficita uvođenjem novih poreza (tj. novelacijom fiskalnih prihoda) i povećanjem postojećih poreza, jer bi se povećalo fiskalno opterećenje i anulirao imperativ fiskalnog rasterećenja privrede. Isto tako, nije prihvatljiv ni model monetarnog finansiranja deficita (tj.

kreditu centralne banke i ostalih monetarnih institucija), budući da on nosi potencijalni inflacioni rizik preko monetarne ekspanzije (iako se monetarnim efektima kreditiranja deficita može parirati smanjenjem kreiranja primarnog novca ili za druge namene ili drugim instrumentima). Kao alternativa, ovaj model mogao bi se koristiti samo u težim ekonomskim situacijama kriznog karaktera (Ristić 1991, 76).

Inostrano zaduženje za finansiranje fiskalnih deficita potencijalno može biti efikasan instrument ekonomske politike, ali pod uslovom da defцити nastupaju kao posledica povećanja javnih investicija (odnosno porast investicionih rashoda budžeta), ali ne i tekućih izdataka države. No, i pored toga, ovaj model finansiranja treba dovesti u vezu sa postojećim koeficijentom inostrane zaduženosti zemlje, koji treba da je daleko ispod linije od 25%-tnog učešća otplata inostranog duga u tekućem deviznom prilivu. Ali, u perspektivi, ovaj model ostaje u proceduri alternativnih izbora. U finalnom optiranju, ipak, ostaje u funkciji model emitovanja obveznica i hartija od vrednosti (domaći javni zajmovi), i model kreditiranja monetarnih finansijskih institucija (poštanske štedionice, osiguravajuća društva, fondovi penzijskog osiguranja, finansijske kompanije), uključujući i pozajmice od ostalih finansijskih institucija javne potrošnje (javni fondovi, razvojni fondovi, infrastrukturni fondovi). Emitovanje obveznica (i krediti poslovnih banaka iz štednih sredstava), kao instrument preraspodele dohotka i akumulacije, po pravilu, ne stvara negativne implikacije u procesu alimentiranja deficita države, ali otvara problem stimulacije ponude finansijskih sredstava u korist društvene potrošnje sa stanovišta utvrđivanja ročnosti, nivoa kamatne stope i mogućnosti kupoprodaje finansijskih instrumenata. U sadašnjim uslovima, društvo mora da atraktivizira ovaj model finansiranja deficita institucionalizacijom i diversifikacijom tržišta hartija od vrednosti, pogotovo društvo sa siromašnom privredom i bogatim stanovništvom (kako bi se izvršio retransfer štednje građana u korist budžeta čiji je deficit nastao usled povećanja produktivnog investiranja javnog sektora) (Ristić 1992, 226). No, u dugoročnom trendu valja utvrditi volumen javnih zajmova u odnosu na društveni proizvod, štednju i akumulaciju, budžetski deficit i fiskalne prihode u korelaciji sa rastom društvenog proizvoda, ponudom finansijskih sredstava, sektorskim

rasporedom formiranja akumulacije i investicija (asimetrija u odnosu na finansijsku štednju), tražnjom finansijskih sredstava privrede, strukturom finansijskih institucija i stanjem unutrašnjeg javnog duga. Samo u tom kontekstu može se kratkoročno programirati segment ponude sredstava državi od strane finansijskih institucija i štediša da bi se sračunato zadovoljila tražnja zajma od strane države. Autonomni rast budžetskih izdataka za iznuđenim rastom fiskalnog opterećenja (koje je privreda sve teže podnosila), da bi se postigla rigorozno proklamovana budžetska ravnoteža, koja se uspostavljala ne smanjenjem budžetskih rashoda nego povećanjem fiskalnih prihoda, vodio je kontradiktornim efektima ekvilibriranog budžetskog finansiranja (Ristić 1993, 142). A da je korišćena aktivna politika budžetskih deficita (i javnih zajmova), koji su rezultat smanjenja fiskalnih prihoda (odnosno fiskalnog opterećenja), eliminisala bi se dodatna efektivna tražnja, koja je uglavnom posledica povećanja budžetskih rashoda u odnosu na prihode. Redukcija fiskalnih prihoda indukovala bi porast akumulacije privrednih subjekata i inicirala bi redukciju tražnje kredita za potrebe finansiranja privrede sa smanjenjem troškova kamata i njihovog pritiska na cene. Oslobođeni deo ponude finansijskih sredstava mogao bi biti upotrebljen za finansiranje budžetskog deficita putem emisije javnih zajmova (obveznica) bez tzv. efekta istiskivanja privrednih investicija sa finansijskog tržišta. U operacijama na finansijskom tržištu došli bi do izražaja ekonomski kriterijumi u odnosima ponude i tražnje za finansijskim sredstvima, ali i destimulativni efekti držanja deviznih depozita građana. U krajnjoj instanci, ovakav pristup deficitarnom budžetskom finansiranju i zajmovnom finansiranju fiskalnih deficita doprineo bi fiskalnom rastećenju privrede (smanjenjem fiskalnih davanja), usporavanju budžetske potrošnje u odnosu na društveni proizvod, jačanju ponude sredstava na finansijskom tržištu, stimulisanju štednje sektora stanovništva i naglašavanju ekonomskih kriterijuma u plasmanu sredstava.

ZAKLJUČAK

Javni zajmovi, prema tome, mogli bi da postanu efikasan instrument finansiranja budžetskih deficita preraspodelom štednje, prvenstveno sektora stanovništva. Emisijom obveznica i njihovom prodajom na novoinstitucionalizovanom finansijskom tržištu stvorio bi se potpuno novi instrument finansijskih ulaganja, koji bi, zajedno sa dinarskim i deviznim štednim depozitima sektora stanovništva, doprineo povećanju ponude finansijskih sredstava, diversifikaciji finansijskih instrumenata i racionalnoj upotrebi štednje. U ovaj mehanizam racionalnije bi se uključile i osiguravajuće organizacije razvijanjem osiguranja života i povećanjem premijske rezerve na celokupne plasirane iznose u javne zajmove, pogotovu u uslovima realne kamatne stope (Komazec 1992, 56).

U okviru srednjoročno definisane politike zajmovnog finansiranja budžetskih deficita nastalih po osnovu smanjenja fiskalnih prihoda valja opredeliti globalne godišnje iznose javnog zajma prema budžetskim rashodima i društvenom proizvodu, i iznose kamata prema budžetskim rashodima i društvenom proizvodu, i iznose kamata prema budžetskim приходima. Programirani koeficijenti bi dugoročno reflektovali nivo otplate dospelih anuiteta zajma, koji pada na teret tekućih budžetskih prihoda bez uzimanja novih zajmova, tako da relativno i postepeno opadajući budžetski deficiti u budućnosti reflektuju relativno opadajuće opterećenje budžeta javnim zajmovima. U tom kontekstu, realna kamata ne bi se isplaćivala iz emisije novog zajma (jer bi to vodilo kumulaciji javnog zaduženja budžeta), već isključivo iz budžetskih prihoda u formi indeksiranog zajma (tj. valorizacije glavnice za indeks inflacije) (Komazec 1993, 389). A da bi emisija obveznica bila atraktivnija za publiku (upisnici javnog zajma ili kupci obveznica) u odnosu na štedne uloge, valja institucionalizovati, pored vezivanja kamatne stope za stopu inflacije (Meltzer 1992, 71), i specijalne fiskalne beneficije u formi dedukcija od osnovice poreza na ukupan dohodak građana, od osnovice poreza iz dobiti kompanija (preduzeća), ili od osnovice poreza na prihode od kamata i dividende.

LITERATURA

1. Burdekin, Richard. 1992. *Budget Deficit and Economic Performance*. London/ N.York: Routledge.
2. Komazec, Slobodan i Ristić, Žarko i Vučićević, Slobodan. 1993. *Finansijska ekonomija*. Beograd: Savremena administracija.
3. Komazec, Slobodan i Kovač, J. i Ristić Žarko. 1993. *Lavirinti dužničke ekonomije*. Beograd: ABC Glas.
4. Komazec, Slobodan i Ristić, Žarko. 1992. *Monetarna i fiskalna strategija*. Beograd: Institut za finansije i razvoj.
5. Meltzer, Alan. 1992. *Budget deficits and government accounting*. Amsterdam: North-Holland.
6. Ortiz, Edgard. 1987. „Fiscal rigidities, public debt, and capital flight“. *IMF Staff Papers* 34: 311–332.
7. Reisen, Heller. 1992. „Dette publique, competitivite extereure et discipline budgetaire dans le PED“. *Problemes economiques* 2.245: 1–13.
8. Ristić, Žarko. 1993. *Poreska ekonomija*. Beograd: ABC Glas.
9. Ristić, Žarko. 1991. *Fiskalna ekonomija*. Beograd: Savremena administracija.
10. Ristić, Kristijan i Ristić, Žarko. 2013. *Fiskalna ekonomija*. Beograd: Etnostil.
11. Ristić, Kristijan i Ristić, Žarko. 2014. *Monetarne javne finansije i budžetska politika EU*. Beograd: Etnostil.
12. Ristić, Kristijan i Komazec, Slobodan i Ristić, Žarko. 2014. *Ekonomija kapitala i finansiranje razvoja*. Beograd: Etnostil.
13. Ristić, Kristijan i Komazec, Slobodan i Ristić, Žarko. 2014. *Fiskalna ekonomija*. Beograd: Etnostil.
14. Ristić, Žarko. 2000. *Globalni fiskalni menadžment*, Beograd: Savremena administracija.

15. Ristić, Žarko i Komazec, Slobodan i Ristić, Kristijan. 2014. *Makroekonomija*. Beograd: Etnostil.
16. Ristić, Žarko. 2012. *Fiskalni menadžment i ekonomija javnog sektora*. Beograd: Etnostil.
17. Tanzi, Vito. 1992. „Kamatne stope i državni dug“. *Finasije* 3–4/92: 183–187.