

UDC: 336.27
 336.02
 336.143
 Pregledni naučni rad
 Primljen: 14.07.2025.
 Prihvaćen: 25.08.2025.

DEFICITARNO FINANSIRANJE I AUTOMATSKA AMORTIZACIJA DRŽAVNIH DUGOVA

Milan Mihajlović⁴, Bojan Obrić⁵, Snežana Lazić⁶

Apstrakt

Politika finansiranja makro-budžeta u fiskalnoj teoriji i politici tretira se kao sinteza politike javnih prihoda i javnih rashoda, kao vrlo efikasan instrument u vođenju stabilizacione politike, s jedne strane, uz istovremenu sintezu mera fiskalne i monetarne politike, u pokretanju ili podsticanju privrednog rasta, s druge strane. Sa druge strane, politika finansiranja mikro-budžeta na nivou privrednog subjekta tretira se kao sinteza politike prihoda privrednog subjekta i javnih prihoda, uz sintezu poslovne politike, s jedne, i fiskalne i monetarne politike, s druge strane, uz povećanje profita. Savremena fiskalna politika prihvatila je filozofiju da budžet sve manje postaje sredstvo nužnih socijalnih funkcija države, a sve više sredstvo razvojne i stabilizacione politike.

Ključne reči: fiskaliteti, porez, preduzeće, finansiranje, budžet, efikasnost.

JEL: H60, E62

Uvod

Automatska amortizacija državnih dugova zasniva se na optimističkom stanovištu Nekera, Voltera, Melona i drugih. Olakšanje otplate duga i njegovu automatsku likvidaciju uslovljavaju dva faktora:

- konstantno povećanje stanovništva i nacionalnog dohotka,
- smanjenje vrednosti novca.

⁴ Milan Mihajlović, docent, Univerzitet odbrane, Vojna akademija, Beograd, Srbija, E-mail: milan.mih83@gmail.com, ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0001-7949-2631>

⁵ Bojan Obrić, Visoka škola stukovnih studija biznisa, Niš, Srbija, E-mail: obric_bojan@yahoo.com, ORCID ID: <https://orcid.org/0009-0005-0028-1054>

⁶ Snežana Lazić, Visoka škola stukovnih studija biznisa, Niš, Srbija, E-mail: corbg.edu.rs@gmail.com, ORCID ID: [corbg.edu.rs@gmail.com](https://orcid.org/0009-0005-0028-1054)

Zastupnici ove teorije kažu da dug ne treba gledati u njegovoj apsolutnoj, nego relativnoj vrednosti. Porast nacionalnog bogatstva činiće ovaj odnos takvim da će buduće generacije moći da otplaćuju dug odjedanput. Po njihovom gledištu nije važno vršiti otplate zajmova, nego jačati proizvodne snage koje će proizvoditi veći nacionalni dohodak i tako stvarati materijalnu bazu za plaćanje državnih zajmova. U istom smislu, kažu oni, deluje i depresirana valuta. Svoje tvrdnje su dokumentovali sa čitavim nizom statističkih podataka o porastu stanovništva i nacionalnog bogatstva u Velikoj Britaniji, o depresijaciji valuta i zlata.

Međutim, ova teorija se ne može održati iz sledećih razloga:

- što porast stanovništva nije isti u svim zemljama;
- što uporedo sa porastom stanovništva i nacionalnog dohotka rastu i potrebe svakog pojedinca, pa prema tome i ukupne društvene potrebe;
- što depresiranje valute vodi do depresiranog nacionalnog dohotka, jer se isti obračunava u tako depresiranoj valuti;
- socijalne reforme koje uvodi moderna država pod pritiskom radničke klase ogledaju se u porastu kolektivnih potreba, što iziskuje ogromne sume iz nacionalnog dohotka;
- opadanje vrednosti zlata, po statističkim podacima, nije konstantna pojava.

Javni dug i *Crowding out*

Javni dug i tzv. efekat istiskivanja (*crowding-out*) jesu visokokotirajući aktuelni problemi savremenih ekonomskih politika industrijski razvijenih zemalja OECD u fokusu intelektualnih rasprava akademskih ekonomista. U teorijskim duelima empirijskim analizama monetarista, kejnzijanaca (fiskalista), pristalica teorije racionalni očekivanja i teoretičara ekonomike ponude nalaze se validni argumenti dokazivanja da pobijanja egzistencije tzv. Efekta istiskivanja (*crowding-out* ili *l'effect d'eviction*) u sklopu hroničnih i strakturnih budžetskih deficita i volumenoznog javnog zaduživanja na finansijskim tržištima. U ovom kontekstu je pokušano da se reinterprearaju (i portretiraju), u komprimovanoj formi, savremeni teorijski trendovi fiskalne ekonomije deficitarnog finansiranja i javnog zaduživanja budžetskog sektora i polarizovane koncepcije „*crowding-out*” u ekonomiji finansiranja javnog sektora.

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 dugaprebacuje 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 u budućnosti morati da se plati 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 vrednosne papire. Ali ukupno bogatstvo i ukupna potrošnja se ne menjaju, a odgađanjem poreza ništa se ne postiže, jer je, uz datu sadašnju vrednost poreskih obaveza diskontiniranih po kamatnoj stopi na državne vrednosne papire, vremenski raspored potpuno 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 novi novac u procesu finansiranja državnog deficita nema nikakav realni efekt, jer će novi novac podići cene dovoljno visoko tako da realna količina novca ostane nepromenjena. Dok rikardovska doktrina negira snagu kompenzatorske fiskalne politike koja se finansira deficitom, dotle konvencionalna, kejnzijanska, 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 cene.

Fiskalni konzervativci dokazuju da finansiranje deficita putem zaduženja opterećuje buduće generacije (Ferguson, 1964), dok Modigliani (1964) smatra da se buduće generacije opterećuju samo u onoj meri u kojoj deficitarno finansiranje smanjuje nasleđene fondove ljudskog i materijalnog kapitala. Tobin, upozorava na paralelizam kratkog i dugog roka, smatrajući da kejnzijanci veruju da ekspanzionistička fiskalna politika deluje na stanje nedovoljne zaposlenosti, budući da deficiti povlače uštede koje bi se u odsustvu adekvatne tražnje za investicijama izgubile usled smanjenja dohotka. Ricardovci veruju, suprotno kejnzijancima i fiskalnim konzervativcima, da su deficitni budžetski rashodi nekorisni na kratak rok i neškodljivi na dugi rok. Ričardova teorema ekvivalencije ima značaj za monetarizam, jer bi monetaristički rikardovac mogao da veruje da se nivo cena prilagođava u slučaju da realna količina novca ostane nepromenjena. I kada centralna banka kupuje državne vrednosne papire rikardovac smatra da transakcija na otvorenom tržištu povećava bogatstvo iako se po efektu ne razlikuje od „novčane kiše“ u procesu finansiranja budžetskih izdataka. Za kejnzijance bi se porast novčane mase, koji nastaje iz transakcije na otvorenom tržištu,

smatrao samo manje ekspanzionističkim u odnosu na isti iznos novca koji bi rastao deficitarnim finansiranjem ili novčanom kišom.

U raspravi o efektima finansiranja deficita putem zaduženja u sklopu dugoročne ravnoteže sa punom zaposlenošću, podupirana su gledišta kejnzijanaca i konzervativnih fiskalaca da deficitarno budžetsko finansiranje zajmovnim resursima „istiskuje“ fond kapitala. Međutim, sa stanovišta opservacije budžetskih deficita i kratkoročne stabilizacije fiskalne politike, Tobin smatra da bi kejnzijanska fiskalna politika bila kratkog roka 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. Kejnzijanski scenario 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 da budu očekivana u toku same recesije i nedovoljne zaposlenosti, jer bi poreska očekivanja podržavala prihvaćenu anticikličnu politiku.

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 visokim kamatom stopama poništava fiskalnu ekspanziju iako bi dodatna štednja za plaćanje budućih poreza u ricardovskom scenariju „obavila isti posao“ bez ikakvog povećanja kamatnih stopa. Međutim, David i Scadding su potvrdili stav da deficitarno finansiranje budžeta uopšte ne apsorbuje štednju u kratkom i dugom roku. To je pak suprotno rikardovskoj teoremi ekvivalencije, jer je tzv. Denisovim zakonom verifikovana dugoročna konstantnost bruto stope privatne štednje prema draštvenom proizvodu. David i Scadding smatraju da domaćinstva internalizuju akcije preduzeća koje poseduju, prilagođavaju sopstvenu štednju za nadoknađivanje promene u poslovnoj štednji („dolar za dolar“) i proširuju Modigliani - Millerovu teoremu od finansija na akumulaciju po liniji tzv. ultraracionalnosti. Ultraracionalnost nedvosmisleno implikuje 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 zamenjive za privatnu akumulaciju kapitala, s druge strane (Ilić & Tasić, 2021).

Koncepcija koja kritički istupa u odnosu na korišćenje deficitarnog budžetskog finansiranja kao sredstva za oživljavanje privredne aktivnosti polazi od

uopštavanja istorijskih iskustava primenom tzv. ekspanzivne fiskalne politike. Po ovoj tezi, politika povećanja budžetskih rashoda, bez odgovarajućeg povećanja budžetskih prihoda, preko stvaranja finansijskih deficita javnog sektora, deluje na kratki rok u pravcu akceleracije stope rasta realnog društvenog proizvoda u uslovima recesije i pravcu jačanja reproduktivne sposobnosti privrede.

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-out 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 cena koje garantuju realan rast. Veća izdvajanja države uz simultano suzbijanje inflacije deluju pogoršavajuće na nivo zaposlenosti i mogu da dovedu do opadanja realnog dohotka, a time 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 pokrića 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. Leffe-rove krive. Fiskalna politika, u tom tekstu, treba da sledi politiku restrikcije budžetskih rashoda da bi bila kompatibilna sa monetarnom restrikcijom. Kompatibilitet je osiguran finansiranjem deficita obligacijama koje ekspanzivno deluju na realnu proizvodnju i osnovu oporezivanja koja neutralizuje gubitak fiskalnih prihoda (Vukosavljević et al., 2021). U pravilu neizbežni fiskalni deficiti sinonim su za inflaciju i asimilovani u retardirano oporezivanje.

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 & Ando negiraju kratkoročno i dugoročno istiskivanje tražnje privatnog sektora i pokazuje da porast realnih izdataka javnog sektora povećava dugoročnu proizvodnju i dugoročne zalihe realnog kapitala. Maueg, po Frischu, zanemaruju tzv. „crowding-out" efekat (tj. efekat istiskivanja tražnje privatnog sektora), koji Stein smatra za glavnu razliku između monetarista i neokeynzijanaca. Crowding-out efekat pokazuje da izdaci javnog sektora koji se ne finansiraju stvaranjem novca nego povećanjem poreza i/ili porastom zaduživanja, imaju za posledicu smanjenje izdataka privatnog

sektora, koji delimično 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 neokeynzijanaca.

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. Ovaj tzv. crowding-out efekat nastupa usled ekspanzije javnog sektora, pošto udeo novca namenjenog transakcijama, koji raste uporedo sa dohotkom, dovodi do smanjenja udela novca namenjenog očuvanju likvidnosti, pa, prema tome i do povećanja kamatne stope, koja obara nivo privatnih investicija. Efekat istiskivanja može biti izbegnut samo u uslovima kada je tražnja novca za transakcije niska, funkcija preferencije, a likvidnosti elastična i investiciona funkcija neelastična. Drugim rečima, eliminisanje negativnih efekata budžetskog deficita na rast nacionalnog dohotka posredstvom rastuće kamatne stope, koja istiskuje privredni sektor na tržištu kapitala, zahteva komplementarnu fiskalnu politiku ekspanzivnom monetarnom politikom koja sprečava povećanje kamatne stope (Musgrave & Musgrave, 1980). Međutim, ekspanzivna monetarna politika u koegzistenciji sa budžetskim deficitima pojačala bi samo inflatorne tenzije (Eisner, 1969; Blinder & Solow, 1973), dok bi rastuća stopa inflacije uvela rastući trend nominalne kamatne stope. U celini posmatrano, porastu javnog zaduživanja prethodi visok porast kamatne stope tako da između ovih fenomena postoji uska veza na kratak rok (Verde, 1979; Munde & Swoboda, 1970). Akceleracija javnog zaduživanja na finansijskim tržištima praćena restriktivnom politikom podržava relativno visok nivo realne kamatne stope koja je neophodni resursi za finansiranje budžetskih deficita pritiskuju finansijska tržišta, pošto restriktivne monetarne politike (Carlson & Spencer, 1975; Christ, 1968; Stein et al., 1966) onemogućavaju upotrebu primarne emisije umesto javnog duga. Država u načelu može da izbegne tzv. efekat istiskivanja (l'effect d'eviction ili crowding-out effect) na dva načina (a) pribegavanjem monetarnim kreacijama i/ili (b) pribegavanjem eksternom zaduživanju (Brecht & Wolfe, 1965; Cebula, 1978). Na taj način država koči rast kamatne stope.

Maug, 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 neokeynzijanaca (Fricsh). Metodi finansiranja budžetskog deficita u pravilu indukuju inflatorno ili neinflatorno alimentiranje javno finansijskih deficita. Naime, finansiranje budžetskog deficita kreiranjem novca po prirodi izaziva inflatorni pritisak, dok finansiranje

deficita javnog sektora kreditima nefinansijskih sektora vrši pritisak na povećanje kamatne stope. Svojevremeno su tvorci ekonometrijskog modela St. Louis (Anderson & 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 da bude u ravnoteži samo ukoliko se povećava tržište kamata. Povećana tržišna kamata na robnom tržištu involvira suprotne efekte, i to: pozitivan efekt imovine na funkciju izdvajanja i negativan crowding-out efekat. U ovom kontekstu, crowding-out efekat može da bude veći ili manji od efekta imovine, i, eventualno, da bude kompenzovan. No, suprotni efekti su bitni za formulisanje razlike između monetarističke i neokeynzijanske škole, jer prihvatanje ili neprihvatanje crowding-out efekta distancira monetariste od fiskalista (smatra Stein). I zaista, ukoliko se efekat budžetskog deficita (finansiranog zajmovima nefinansijskih sektora) ne pokaže pozitivnim, onda se dati model mora smatrati monetarističkim i, obrnuto, ukoliko se pokaže pozitivnim, onda mora da se smatra fiskalističkim (keynzijanskim).

Nedavno su Modigliani i Ando pokušali daprocene dejstvo crowding-out efekta. U sklopu empirijske provere u simulacionom modelu, ovi autori su pokazali da je crowding-out efekat, kao posledica 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 cena, 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 deluje restriktivno tako da se realni dohodak koji se u početku povećava pod dejstvom monetarnog impulsa, vraća ka polaznoj situaciji. Iz tih razloga, neokeynzijanci 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 da budu pokrivene zajmovima kod centralne banke, komercijalnih banaka i privatnog nebankarskog sektora iz inostranstva, i prodajom obveznica ovim institucijama i sektorima (Savić et al., 2022). Vlada može da finansira porast potreba duga (zajma) javnog sektora prodajom obveznica centralnoj banci ili pribegavanjem avansima centralnog monetarnog instituta. Finansiranje budžetskog deficita

uvodi ekspanziju bankarskog kredita bilo direktno (pribegavanjem 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 da bude rekompensovana inostranim kapitalom, budući da uvoz inostrane akumulacije od strane privrednog sektora, u nedostatku domaće likvidnosti i redukovanih disponibilnih resursa za finansiranje privrede usled pozajmljivanja javnog sektora, nadomešta sredstva koja su povučena za pokriće 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 veštački poskupljuje dolar koji je već precenjen 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 (Miletić et al., 2021). Međutim, budžetski deficiti, politika visokih kamata i politika precenjenog kursa dolara već zahtevaju konvergenciju ekonomskih politika zapadnih zemalja, ujednačavanje nivoa kamatnih stopa i dogovorno intervenisanje na deviznim tržištima. Smatra se, naime, da realne kamatne stope mogu da padnu 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 pozajmicama (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 osetljivije 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. 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 znato 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 osetljiviji, 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 usled 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 pravilu zavisi od kvantuma ušteda pojedinaca (kao izvor viškova finansijskih resursa), pod uslovom da lična štednja kao deo raspoloživog ličnog dohotka, kvantitativno raste (pod pretpostavkom da lični dohoci rastu u kompatibilnom saodnosu sa rastom produktivnosti rada u uslovima relativno stabilizovanog nivoa cena i zaposlenosti). Međutim, u uslovima rastućih fiskalnih deficita izgledan je rastući odnos državnog (javnog) duga prema društvenom proizvodu, pa, prema tome, i učešće javnog duga u ukupnom domaćemugu zemlje sa očiglednim negativnim posledicama na formiranje kapitala i finansiranje produktivnih investicionih plasmana (Milanović, 2023). Rastući odnos javnog duga prema društvenom proizvodu signalno nominuje usporavanje stope ekonomskog rasta. Visoki fiskalni deficiti praćeni restriktivnom stopom rasta novčane mase, kao indikatora restriktivne monetarne politike SAD, 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 implicuje natprosečnu ekspanziju štednje koja bi sprečila ostru 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 konjunkturalne fluktuacije salda štednje i investicija privatnog sektora već i strukturni deficit štednje. Rast deficitarnog trošenja javnog sektora, koji izaziva tzv. realni „eviction“ na privatni sektor, u dugom roku, produkuje ekcese na tržištu kapitala. Rastući budžetski deficiti redukuju suptilnost budžetske politike, s obzirom na moguće posledice na monetarnu politiku, politiku razmene i

inflatorne anticipacije, i na činjenicu da su javni rashodi više pogođeni inflacijom nego fiskalni prihodi.

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. Rikardovci veruju, suprotno kejnzijancima, da su deficitni budžetski rashodi nekorisni na kratak rok i neškodljivi na dugi rok. Kejnzijanski scenario 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 (Ilić et al., 2022).

Suprotno od monetarista, kejnzijanci smatraju da se viškovi sredstava na tržištu kapitala samo apsorbuju budžetskim deficitima kako bi se izvršilo reciklisanje viškova dohotka bez izazivanja recesionih impulsa u privredi. Kejnzijanci se zajedno sa strukturalistima oštro protive monetarističkom zanemarivanju budžetskih deficita zbog toga što doprinose povećanju kamatne stope (kejnzijanci), odnosno produbljivanju tzv. crowding-out (strukturalisti). Neokejnzijanci 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.

Međutim, država i tada, u načelu, može da izbegne efekat istiskivanja pribegavanjem bilo monetarnim kreacijama popuštanjem monetarne stege, bilo eksternom zaduživanju da bi prikočila rast kamatne stope. Teoretičari ekonomike ponude, pak, smatraju da fiskalna politika treba da sledi politiku restrikcije budžetskih rashoda da bi bila kompatibilna s monetarnom restrikcijom. Kompatibilitet je osiguran finansiranjem deficita obligacijama koje ekspanzivno deluju narealnu proizvodnju i ekonomsku osnovu oporezivanja koja neutrališe gubitak fiskalnih prihoda (nastao po

propozicijama tzv. Lefferove krive). Ukoliko monetarna vlast međutim, ne dozvoli potpuno pokriće budžetskog deficita pozajmicama, utoliko je tržište kapitala prinuđeno da apsorbuje povećanje državnog duga pod pretpostavkom da se postojećim finansijskim tokovima ignoriše međunarodni priliv kapitala. U odsustvu međunarodnog priliva kapitala uvećava se realna kamatna stopa koja potiskuje zajmljenje privrednih transaktora. Ali, zajmovno finansiranje privatnih investicija osetljivije reaguje na porast kamatnih stopa u odnosu na zajmovno finansiranje javne vlasti. Rast je time više pogođen nego potrošnja.

Efekti sužavanja privredne aktivnosti ublažuju se jedino povećanjem realnih kamatnih stopa koje podstiču stopu rasta domaće štednje i priliv inostranog kapitala za pokriće „rupa“ u budžetu.

Praksa SAD potvrdila je ovu kejnzijansku tezu, pošto je dopustila rastući budžetski deficit za pokretanje privrednog rasta iz krizne učmalosti. Deficiti su povukli rastući trend kamatnih stopa na tržištu kapitala, koje su privukle priliv inostranog kapitala. Visoke kamate i precenjen kurs dolara omogućili su pokrivanje budžetskih deficita međunarodnim prilivom kapitala. Time je, na kejnzijanski način, izbegnut tzv. efekat istiskivanja privatnih investicija, bez obzira na to što je javni dug SAD ekstremno kumulisan.

Finansiranje deficita

Kada federalna vlada u jednoj godini troši više nego što dobija od poreza i drugih prihoda, javlja se budžetski deficit, koji se obično zove fiskalni deficit. Osamdesetih godina, fiskalni deficit Sjedinjenih Država toliko je porastao da je od problema koji je uglavnom zanimao ekonomiste i političke analitičare, prerastao u problem koji je privukao pažnju cele nacije. U vreme predsedničkih izbora 1992, istraživanja javnog mnjenja stalno su pokazivala da se ogromni deficiti svrstavaju među glavne probleme s kojima je zemlja suočena. Sve veći deficiti doveli su do sve većeg zaduživanja, a država je bila sve više pritisknuta plaćanjem kamata na taj dug. Mnogi ekonomisti su smatrali da veliki deficiti dugoročno ugrožavaju privredu, ali bez obzira na nečiji stav o ekonomskim posledicama deficita, pokušaj da se on smanji imao je suštinske efekte na sve što je vlada činila.

Broj zaposlenih koji su se plaćali iz federalnog budžeta smanjen je na nivoe s početka šezdesetih godina, a procenat državnih činovnika, na nivoe kakvi nisu zabeleženi od početka tridesetih.

Dve glavne mere za eliminisanje deficita, preduzete 1991. i 1993. godine, podrazumevale su smanjenje rashoda i povećanje prihoda. Pošto je 1992. dostigao 4,9 odsto od BDP, deficit se, kao udeo u BDP, narednih godina brzo smanjivao, sve do zanemarljivih 0,5 odsto u 1997. Avgusta Kongres je usvojio,

a Predsednik potpisao petogodišnji sporazum o budžetu na osnovu kojeg je do 2002. trebalo eliminisati deficit. Godine reforme iz 1990. i 1993. - zajedno s usponom privrede i privrednim rastom - pretvorile su deficit u suficit od 70 milijardi dolara, dok su se na horizontu već ukazivali još veći suficiti. Međutim, prema opštem mišljenju, ozbiljni problemi bili su u stvari zaobidjeni. Sve veći rashodi na zakonska prava korisnika, posebno starijih građana, gotovo sigurno će početkom 21. veka dovesti do velikih deficita, ukoliko se porezi značajno ne povećaju, i/ili ne dođe do značajnih reformi ovih programa.

Ovde smo uvezali dva domena ekonomske nauke, makroekonomiju koja se bavi nacionalnim agregatima, kao što su proizvodnja, zaposlenost i inflacija, i mikroekonomiju koja se bavi pojedinačnim odlukama domaćinstava i firmi. Gledanja iz oblasti ekonomije javnog sektora danas su usredsređena na način na koji porezi i rashodi utiču na ove odluke, a time i na strukturu privrede koja dobra se proizvode, kako i za koga, dok se gledanja iz makroekonomije usredsređuju na način na koji država utiče na nivo privredne aktivnosti. U stvarnosti, ova dva gledišta blisko su povezana; deficit je uticao i na makroekonomsku i na mikroekonomsku politiku. On je, na primer, smanjio mogućnost države da koristi tradicionalnu fiskalnu politiku (smanjenja poreza ili povećanja rashoda) za stimulisanje privrede; on je negativno uticao i na sposobnost države da u cilju podsticanja privrednog rasta poveća investicije, u infrastrukturu (putevi), ljudski kapital (obrazovanje) i naučnoistraživački rad itd

Posledice budžetskog deficita

Kada ima deficit, država mora da se zadužuje kako bi pokrila razliku između svojih rashoda i prihoda. Kada ima deficit iz godine u godinu, ona se iz godine u godinu zadužuje. Ukupna vrednost tih pozajmica predstavlja federalni dug - tj. ono što država duguje. Neposredna posledica povećanja federalnog dugajeste to što država mora sve više i više da plaća kamate - a to je jedan od činilaca koje smo prethodno identifikovali kao nešto što samo po sebi doprinosi deficitu.

Ekonomisti su oduvek tvrdili da zaduživanje od strane države, isto kao i kada je u pitanju pojedinac, može da se opravda načinom na koji se pozajmljeni novac koristi. Razumljivo je zadužiti se radi kupovine kuće u kojoj ćete godinama živeti, ili automobila koji ćete voziti nekoliko godina. Na taj način vi kupljenu stvar plaćate tokom korišćenja. U ekonomskom smislu razumno je zadužiti se radi sticanja diplome koja će vam omogućiti bolje plaćanje poslova u budućnosti. Međutim, ako ove godine plaćate letovanje od pre dve godine, možda bi bilo pametno da otkazete svoje kreditne kartice.

Zemlje se nalaze u sličnoj situaciji. Zaduživanje zbog finansiranja puta, škole ili nekog industrijskog objekta koji će se koristiti godinama, može da bude sasvim na svom mestu. Zaduživanje zbog finansiranja projekata koji se nikada neće završiti (ili nikada neće otpočeti), ili zaduživanje za isplatu ovogodišnjih plata iz državnog budžeta, stvara realne probleme. Mnoge države su se mnogo više zaduživale nego što su mogle lako da otplaćuju, a to ih je primoravalo na veliko povećanje poreza i smanjenje životnog standarda. Druge jednostavno nisu mogle da otplate dugove, što je dovelo u pitanje njihovu mogućnost da se u budućnosti zadužuju (Curaković, 2023).

Finansiranje državnih rashoda zaduživanjem umesto povećanjem poreza kratkoročno dovodi do većeg obima potrošnje (pošto je raspoloživ prihod veći). Kada je privreda u stanju pune zaposlenosti, veća potrošnja podrazumeva manji prostor za investicije. Da bi održalo privredu u stanju pune zaposlenosti bez inflacije, Veće guvernera Sistema federalnih rezervi moralo je da poveća kamatne stope. Finansiranje deficita dovodi do manjih investicije i time, na dugi rok, do manje proizvodnje i potrošnje.

Smanjenje deficita ima suprotan efekat: ono omogućava smanjenje kamatnih stopa i podstiče investicije, čime se podstiču privredni rast i poboljšanje životnog standarda u budućnosti.

Dug predstavlja akumulaciju prethodnih deficita. Federalni dug (u realnom iznosu), je ogromno narastao osamdesetih godina; početkom devedesetih on je daleko nadmašio prethodni rekord dostignut u vreme Drugog svetskog rata. Dok je dug u realnom iznosu sredinom devedesetih nastavio da raste, kao procentualni udeo u BDP je konačno počeo da se stabilizuje.

Kada se zadužuje, država prenosi teret smanjene potrošnje na buduće generacije. To se čini na dva načina. Kao što smo videli, proizvodnja u budućnosti biće manja usled manjih investicija. Osim toga, deo tekućih rashoda prenosi se na buduće generacije. Da bismo videli kako to funkcioniše, razmotrimo finansiranje Drugog svetskog rata. To je učinjeno više zaduživanjem nego povećanjem poreza. Pretpostavite da su obveznice koje je izdavala država kupovali radnici stari 40 godina. Trideset godina kasnije, kada su ti radnici otišli u penziju, država im je isplatila obveznice tako što je povećala poreze onima što su u tom trenutku bili zaposleni. U stvari, država je sredstva prenela s mlađih radnika na one što su radili tokom rata, a koji su u vreme isplate bili sedamdesetogodišnji penzioneri. Prema tome, deo ratnih troškova podnela je generacija koja se posle rata uključila u radnu snagu. Uticaj na potrošnju tokom života onih što su u vreme rata imali 40 godina bio je mali. Oni su svoju uštedevinu mogli alternativno da ulože u akcije, ili obveznice koje su emitovale firme; rat je (u meri u kojoj se finansirao zaduživanjem ili preko

obveznica) uticao na oblik njihove štednje, ali ne i na ukupan iznos potrošen tokom života.

Ovde smo do sada izložili trenutno preovlađujuće stavove. Neki ekonomisti smatraju da oni prenaglašavaju teret duga. U ovom smislu daju se četiri različita razloga:

U Sjedinjenim Državama se dokazivalo da fiskalni deficit nije važan jednostavno zato što taj novac dugujemo sami sebi. Budžetski deficit se poredio sa situacijom kada jedan brat pozajmljuje od drugog radi dobrobiti cele porodice. Jedan član porodice može da bude u boljoj, drugi u goroj finansijskoj situaciji, ali zaduženost ne znači mnogo za porodicu u celini. Finansiranje državnih rashoda zaduživanjem, tvrdilo se, može da dovede do transfera sredstava između generacija, ali taj transfer će kupovnu moć zadržati u rukama američkih građana. Danas se shvata da je ovaj argument pogrešan iz tri razloga. Prvo, čak i ako novac dugujemo sebi, dug utiče na investicije, a time i na zarade i produktivnost u budućnosti. Drugo, mi danas u stvari ne dugujemo novac sebi. Sjedinjene Države se zadužuju u inostranstvu i postaju strani dužnici. Posledice prekomernog trošenja od strane države ne razlikuju se od onih kada je u pitanju porodica koja, na kraju, mora da plati cenu svoje neumerene potrošnje. Kada je upitanju neumerena potrošnja od strane države, cenu plaćaju buduće generacije.

Da bi se platila kamata na dug, moraju se uvesti visoki porezi, a porezi izazivaju distorzije u privredu, obeshrabruju rad i štednju. (Postoji izvesno neslaganje među ekonomistima u vezi s kvantitativnim značajem ovih efekata.)

Nasledstva poništavaju dug. Prema nekim novijim tvrdnjama, pojedinci više štede kada su suočeni s većim deficitima. Robert Barro s Harvarda, razrađujući jedan (kasnije odbačen) argument Davida Riccarda, jednog od najvećih ekonomista 19. veka, smatra da je briga pojedinaca za sopstvenu decu toliko velika da oni, kada vide da državni deficiti mogu da se pretvore dugove koje će plaćati njihovo potomstvo, povećavaju svoju zaostavštinu. Da bi ostavili veće nasledstvo, oni povećavaju štednju tačno za iznos povećanja deficita: nacionalna štednja se ne menja. Povećana negativna štednja u potpunosti se neutrališe. Ovaj stav se naziva rikardovskom jednačinom zbog toga što na osnovu njega porezi i deficiti predstavljaju ekviva-lentne načine finansiranja rashoda.

Dokazi ne potvrđuju Barrov teorijski zaključak. Povećanje državnog deficita može da podstakne nešto veću štednju od strane domaćinstava, ali mnogo manju od neophodne za potpuno neutralisanje povećanja deficita. Krajem

osamdesetih i početkom devedesetih godina, kada je deficit iznosio preko 5 odsto od BDP, stopa štednja domaćinstava iznosila je samo 3-4 odsto. Da je Barrova teorija bila tačna, onda bi u odsustvu državnog deficita, stopa štednje od strane domaćinstava bila veoma niska, od -1 do -2 odsto.

Statistički podaci iz velikog broja zemalja potvrđuju američko iskustvo na osnovu kojeg privatna štednja ne neutrališe u potpunosti državni dug. Ovo ne iznenađuje: pojedinci nisu racionalni onoliko koliko Barro pretpostavlja (da donoseći sadašnje odluke u potpunosti uzimaju u obzir državne obaveze), niti toliki altruisti (da svaki put kada se javni dug poveća za 1 dolar izdvoje dodatni dolar koji će ostaviti svojim naslednicima). Oni su u mnogim slučajevima suočeni s ograničenom mogućnošću zaduživanja - tj. želeli bi da troše više nego što troše, ali ne mogu da finansiraju svoju dodatnu potrošnju. Ako država poveća njihov raspoloživ prihod time što smanjuje poreze, oni će najveći deo tog povećanog prihoda potrošiti, čak i kada država istovremeno povećava javni dug.

Kada privreda funkcioniše u uslovima nepotpune zaposlenosti, prema tradicionalnim makroekonomskim teorijama, deficiti (proistekli iz povećanih državnih rashoda, ili iz smanjenih poreza) mogu da pod-taknu privredu. Kamatne stope mogu da se povećaju, ili mogu mnogo da se povećaju, od čega investicije (a time i rast) neće trpeti. U stvari, kada privreda ne koristi u potpunosti svoje resurse, mogu se povećati i sadašnji buduća proizvodnja (Savić et al., 2023). Ovo je posebno tačno ako do povećanja deficita dođe usled povećanih državnih rashoda na investicije.

Kada je u pitanju neka mala otvorena privreda u svetu u kojem postoji slobodan protok kapitala, kamatna stopa koju tamošnje firme moraju da plaćaju utvrđuje se na međunarodnom nivou, te će stoga na nju veoma malo uticati veličina deficita. Prema tome, na obim investicija, a time i stopu rasta njenog BDP, deficit ne mora negativno da utiče. Međutim, da bi finansirala investicije i povećani deficit, zemlja će morati u inostranstvu da se zadužuje više nego što bi to morala da je deficit manji. Njeni građani će morati da plaćaju strancima kamatu na te dugove, te će stoga biti manji njihov neto prihod (ono što im ostane za potrošnju pošto plate strancima korišćenje njihovog kapitala - njen BDP). Zemlja će u tom smislu biti u gorem položaju, čak i ako stvarni obim proizvodnje ostane nepromenjen.

Sjedinjene Države su zemlja s velikom privredom i njihovo veće zaduživanje ima efekat na međunarodne kamatne stope. Kako se procenjuje, dodatni deficit od 100 milijardi dolara, kada se pojavi u Sjedinjenim Državama, finansira se na sledeći način: nešto više od trećine većim zaduživanjem u inostranstvu, nešto manje od trećine povećanom domaćom štednjom do koje dolazi usled

viših kamatnih stopa, a ostatak smanjenjem investicija, što znači da deficiti delimično istiskuju privatne investicije. Dugotrajni deficit podstakao je zahteve za promenom načina na koji se budžet usvaja. U ovom delu, razmotrićemo dve takve promene. Jedna od njih je već uvedena, a o drugoj se još vodi rasprava.

Kongres je 1990. godine izglasao Zakon o usvajanju budžeta, formulisan tako da smanji mogućnost pojave nezadrživog deficita. Kad god Kongres izglasa neki novi program, od njega se traži da uvede i nove poreze iz kojih će se isti finansirati, ili da utvrdi smanjenja rashoda koja će ga neutralisati. Kongresni Odbor za budžet - kako smatra nestranački opredeljena grupa stručnjaka „ocenjuje“ program, odnosno izračunava koliko će on koštati. U to su neizbežno uključena pitanja procene. Tako je u novijim raspravama o reformi zdravstvene zaštite Odbor za budžet dokazivao kako bi organizovana zdravstvena zaštita kratkoročno dovela do samo malih ušteda. Da je procenio da bi uštede mogle da budu veće, bilo bi mnogo lakše usvojiti reforme zdravstvene zaštite.

Preduzeća naglašavaju razliku između rashoda na mašine, kapitalne rashode i svih ostalih rashoda. Investicije povećavaju sposobnost firme da u budućnosti proizvodi. Ranije smo tvrdili da postoji značajna razlika između zaduživanja u cilju investiranja i zacfttživanja da bi se platilo letovanje (Gojković et al., 2023). Državni računovodstveni sistem za razliku od preduzeća ne pravi tu razliku. Preduzeća ne samo što prave razliku između rashoda u svojim godišnjim izveštajima, već vode i račun kapitala koji prikazuje njihovu imovinu (uključujući mašine) i obaveze.

Postoje mišljenja da bi država trebalo da ima kapitalni budžet, koji bi identifikovao rashode na investicije. Dok u nekim državama kapitalni budžet postoji, Sjedinjene Države to nisu uradile delimično stoga što bi definisanje investicija izazvalo političke probleme (Golubović & Janković, 2023). Kapitalni budžeti uključuju samo investicije u objekte, kao što su putevi, zbog čega pristalice obrazovanja ispoljavaju bojazan da bi zbog njega sredstva zaobišla razvoj ljudskog kapitala, odnosno obrazovanje i istraživački rad. Isto tako, pristalice zdravstvene zaštite dokazuju da obezbeđenje dobre dečje zdravstvene zaštite predstavlja investiranje u njihovu budućnost, povećanje njihove produktivnosti i smanjenje budućih rashoda na zdravstvenu zaštitu.

Široka rasprava vođena je i o dva druga predloga u vezi s poboljšanjem budžetskog procesa. Jedan od njih, veto na pojedine stavke daje Predsedniku pravo da u okviru jednog zakonskog predloga odbije neki pojedinačan rashod. Ovo je stupilo na snagu januara 1997. godine. Predsednici su ranije mogli samo da prihvate ili odbiju zakonski predlog u celini. Oni su stoga na neki važan

zakonski predlog, na primer, iz oblasti nacionalne odbrane, nerado stavljali veto samo zbog nekog malog nepotrebnog rashoda koji je donosio koristi glasačima pojedinih kongresmena. Drugi predlogje ustavni amandman koji se naziva amandman o uravnoteženom budžetu, koji je od Kongresa zahtevao usvajanje uravnoteženog budžeta. Ovom amandmanu više puta je nedostajalo nekoliko glasova da bude usvojen. Pristalice kažu da bi on (po definiciji) primorao vladu na fiskalnu odgovornost; ona bi pred Kongres trebalo da izađe s uravnoteženim budžetom. Protivnici ukazuju na ozbiljne probleme u vezi s primenom: šta bi se dogodilo ukoliko Kongres ne bi prihvatio budžet, na primer, zbog toga što su prihodi smanjeni usled privredne recesije? Uravnoteženje budžeta na osnovu budućih rashoda i prihoda zahtevalo bi da neko donosi procene. Ko bi to trebalo da radi i kako bi se obezbedilo da na to ne utiče politika? Mnogi ekonomisti kritikuju amandman o uravnoteženom budžetu zbog toga što on uklanja jedan od glavnih instrumenata ekonomske stabilnosti. Taj amandman bi otežao održavanje privrede u stanju pune zaposlenosti, pošto bi skoro svu odgovornost preneo na monetarnu politiku. Zbog njega su posebno zabrinuti oni što imaju manje poverenja u sposobnost monetarne politike da brzo odreaguje na ozbiljnu recesiju. Neki od predloga - mada nisu bili ni blizu izglasavanja u Kongresu - uključivali su klauzulu o isključenju od-govornosti u slučaju recesije.

Problem američkog deficita od osamdesetih godina

Problem deficita u Sjedinjenim Državama pojavio se oko 1981. godine kada su smanjeni porezi, ali ne u odgovarajućoj meri i rashodi. Realni deficit je 1992. dostigao rekordnih 290 milijardi dolara. Deficit kao udeo u BDP porastao je na mirnodopski rekord od 6,1 odsto u 1983., da bi do kraja decenije varirao između 3 i 5 odsto, zatim počeo postepeno da se smanjuje sa 4,7 odsto 1992. dok se 1998. konačno nije pretvorio u suficit (Milenković et al., 2023). Pitanje u vezi s tim šta je izazvalo veliki rast budžetskog deficita u stvari je pitanje kakve promene su se dogodile od sedamdesetih (i prethodnih decenija) do osamdesetih godina.

Tokom sedamdesetih godina, prikupljeni federalni porezi iznosili su 18-19 odsto od BDP. Godine 1980. i 1981, ovaj procenat je narastao na 20 odsto. (Imajući na umu da 1 odsto od privrede vredne više biliona dolara iznosi desetine milijardi dolara.) Smanjenja poreza usvojena tokom prvih godina Reganove administracije vratila su federalne poreze na uobičajeni nivo od 18-19 odsto od BDP neznatno povećanje poreza iz 1993. nije promenilo ovu osnovnu sliku.

Sedamdesetih godina, odnosno po završetku rata u Vijetnamu, federalni vojni izdaci smanjili su se sa 8,4 odsto od BDP 1970. na 4,9 odsto od BDP 1979. Međutim, 1979. godine, posle sovjetske invazije Avganistana, predsednik Karter se založio za veliko povećanje vojnog budžeta. Pošto je 1980. izabran za Predsednika, Ronald Regan je nastavio u istom smeru (Indić et al., 2023). Od 1983. do 1988. rashodi na odbranu premašili su 6 odsto od BDP. Kraj hladnog rata doveo je i do smanjenja vojnih izdataka na manje od 4 odsto od BDP. Uprkos tome što je opasnost od izbijanja malih ratova u različitim delovima sveta učinila »mirovnu dividendu manjom nego što su se mnogi nadali da će biti, smanjena rashoda na odbranu, u smislu procenata od BDP, odigralo je značajnu ulogu u smanjenju deficita posle 1993. godine.

Kako je broj starijih građana u Sjedinjenim Državama porastao ne samo apsolutno, već i kao procenat od ukupnog broja stanovnika, federalni rashodi na programe kao što su socijalno osiguranje i „Medicare“ (obezbeđenje zdravstvene zaštite za starija lica) dramatično su se proširili. Ovi programi, na koje je sedamdesetih godina u proseku odlazilo 5 odsto od BDP, narasli su na 6 odsto do 1980. i na blizu 7 odsto 1982. Uprkos tome što su se od tada samo neznatno proširili (kao udeo u BDP), očekuje se da će se tokom druge decenije ovoga veka značajno proširiti.

Preko programa „Medicare“ i „Medicaid“ (državni program koji obezbeđuje zdravstvenu zaštitu siromašnim licima), država je na sebe preuzela sve veći deo ukupnih rashoda na zdravstvenu zaštitu - do te mere da danas plaća 30 odsto svih rashoda te vrste. I sami troškovi zdravstvene zaštite su porasli. Oni su od osamdesetih do početka devedesetih godina rasli po stopi od blizu 12 odsto godišnje, odnosno svakih šest godina su se udvostručili. Niz inicijativa preduzetih tokom Bušove i Klintonove administracije smanjili su stopu tih povećanja na 8-10 odsto, što je i dalje mnogo više od stope rasta prihoda. Krajem devedesetih godina, još jednom su se pojavili znaci rasta troškova zdravstvene zaštite po mnogo bržoj stopi.

Kao i ostali dužnici, federalna vlada plaća kamatu. Sedamdesetih godina federalna plaćanja kamate iznosila su 1,5 odsto od BDP. Međutim, od 1983. do 1990. ona su premašila 3 odsto od BDP. Glavni razlog za ovo bio je sve veći deficit. Daje dug 1995. bio isti kao što je bio na početku Reganove ere 1981. godine (posle korekcije za inflaciju), država bi mogla da održava uravnotežen budžet, umesto što je imala deficit od 160 milijardi dolara. Deficiti, zbog plaćanja kamata, sami sebe uvećavaju. Niže kamatne stope krajem devedesetih godina doprinele su eliminisanju deficita (Miletić & Radić, 2022).

Za svaki rashod se u izvesnom smislu može misliti da doprinosi problemu deficita, te da bi se, ako se on smanji, smanjio i deficit, čak i kada bi sve drugo

ostalo isto. Međutim, neki činioci se nezasluženo okrivljuju za postojanje problema s deficitom. Ankete pokazuju da mnogi Amerikanci veruju da su za deficit kriva socijalna davanja i pomoć stranim zemlja-ma. Međutim, ukupna socijalna davanja iznose manje od 4 odsto federalnog budžeta, a njihov udeo u tom budžetu je poslednjih decenija znatno smanjen. U okviru programa „Pomoć porodicama s izdržavanom decom“ (AFDC), realna davanja po porodici smanjila su se od 1970. do 1993. za 55 odsto. Slično tome, pomoć inostranstvu je veoma mala - oko 1 odsto od federalnog budžeta.

Deficit je stavljen pod kontrolu počevši od 1993. godine. Zašto je to bilo toliko teško i kako je uspeh na kraju postignut?

Odgovor na prvo pitanje može se dobiti ako još jednom pogledamo strukturu državnih rashoda. Rashodi se obično dele u tri kategorije. To su rashodi na odbranu, diskrecioni rashodi i rashodi na korisnike zakonskih prava. Programi namenjeni korisnicima zakonskih prava, kao socijalno osiguranje i „Medicare“, predstavljaju programe za koje država utvrđuje način sticanja prava na određene beneficije; stvarni rashodi zavise od toga koliko ljudi zadovoljava kriterijume, kao i od visine troškova tih beneficija. Država u stvari ne kontroliše rashode na godišnjem nivou; ona nivo rashoda može da promeni samo tako što će promeniti kriterijume za sticanje prava. Nasuprot tome, kada su u pitanju diskrecioni programi, država utvrđuje određene nivoe rashoda na godišnjem nivou (Stoiljković et al., 2023).

Prema tome, država na godišnjem nivou nema direktnu kontrolu nad 60 odsto svojih rashoda (kamate, socijalno osiguranje, programi „Medicare“ i „Medicaid“, kao i ostala davanja). Skoro polovina preostalog dela odlazi na odbranu. S obzirom na opredeljenost predsednika Regana da povećava rashode na odbranu i da ne smanjuje socijalno osiguranje, jednostavno nije ostalo dovoljno prostora zapianjenje drugih rashoda kako bi se budžet uravnotežio. Da bi se deficit eliminisao, bilo je potrebno da se ostale kategorije rashoda prepolove - odnosno smanje ispod prihvatljivog nivoa.

Na smanjenje deficita devedesetih godina bitno su uticala tri činioca: povećanje poreza pojedincima s visokim prihodima, ograničenje rasta rashoda i jaka privreda. Procenjuje se da je svaki od ovih činilaca doprineo za oko jednu trećinu u ukupnom smanjenju deficita, ali ti činioci su u stvari međusobno isprepleteni, pri čemu neki ekonomisti smatraju da je do većeg privrednog rasta (koji je omogućio dodatne poreske prihode) bar delimično došlo zahvaljujući merama iz 1993. godine - povećanju poreza i smanjenju rashoda

Veza između rasta i deficita je jednostavna: ako država mora da pozajmljuje više novca, kamatne stope rastu. Veće zaduživanje od strane države pomera

krivu tražnje udesno i dovodi do viših kamatnih stopa (Savić & Bonić, 2022). Kada su kamatne stope više, firme su manje spremne da investiraju.

Rasprave o budžetu iz devedesetih godina otežavala je činjenica da je uprkos tome što su se svi slagali s tim da deficiti negativno utiču na rast, bilo mnogo i onih što su tvrdili da bi i način na koji se deficit smanjuje mogao da ima iste efekte. Konzervativci su tvrdili da će povećanje poreza u cilju smanjenja deficita imati još gori efekat na rast; po njima, ma ka-ko su deficiti loši, veći porezi bi bili još gori. Oni su dokazivali da oporezivanje kapitalne dobiti i kamate smanjuje štednju; manja štednja dovodi do viših kamatnih stopa, a više kamatne stope do manjih investicija. Kao što smo videli, ekonometrijski dokazi ne idu mnogo u prilog ovom stavu, pošto štednja, kako se čini, ne reaguje mnogo na kamatne stope.

S druge strane, neki ekonomisti su tvrdili da bi smanjenje državnih investicija usporilo privredni rast, posebno na dugi rok. Oni su došli do zaključka da su državne investicije u stvari komplementarne privatnim investicijama, odnosno da povećavaju produktivnost privatnih investicija, zbog čega je pri bilo kakvim kamatnim stopama nivo privatnih investicija viši. Prema ovom mišljenju, na primer, obrazovanja radna snaga čini investiranje u Sjedinjenim Državama privlačnijim; naučnoistraživački rad koji finansira država vodi ka otkrićima koja predstavljaju osnov za profitabilne inovacije od strane javnog sektora. Iako su se pristalice ograničene uloge države s ovim slagale, ipak su tvrdile da ima još dosta prostora za smanjenje rashoda, koje ne bi negativno uticalo na investicije, na primer, na programe namenjene korisnicima zakonskih prava, kao i da je produktivnost mnogih državnih investicija toliko niska da bi njihovo smanjenje imalo malo efekta na rast. Kao dokaz za ovo, navodili su istraživanja koja su pokazivala slabe rezultate mnogih programa obuke (Bardžić et al., 2023).

Budžeti Klintonove administracije trebalo je da preusmere veći deo javnih rashoda u investicije i da povećaju efektivnost javnih rashoda time što bi se više novca izdvajalo za programe koji su pokazali dobre rezultate. Do 1993. godine postojala je realna zabrinutost u vezi s privrednom infrastrukturom (kao što su putevi i aerodromi). Tokom prethodnih 12 godina, javni rashodi na infrastrukturu kao procenat od BDP bili su prepolovljeni u odnosu na one iz šezdesetih godina (Zupur & Janjetović, 2023). Odnos državnog i privatnog kapitala smanjio se od 1965. do 1988. za gotovo jednu trećinu. Ministarstvo saobraćaja je 1993. procenilo da skoro 20 odsto puteva u zemlji ima loše ili osrednje kolovoze, a da je konstrukcija skoro 20 odsto mostova neadekvatna. Procenat federalnog budžeta koji se izdvajao za sve vrste javnih investicija

(uključujući istraživački rad i obrazovanje) smanjio se od 35 odsto u 1963. na 17 odsto u 1992. godini.

Klintonova administracija načinila je značajan iskorak u pogledu povećanja državnih investicija samo u jednoj oblasti - obrazovanju. S obzirom na veličinu deficita, nespremnost da se povećaju porezi i nesposobnost, ili nespremnost da se smanje glavne oblasti neinvesticionih rashoda - programa namenjenih korisnicima zakonskih prava (iako se stopa povećanja kada su u pitanju programi „Medicare“ i „Medicaid“ smanjila) - ostalo je malo prostora za povećanje investicija. Da bi se ostvarili ciljevi u vezi sa smanjenjem deficita, zadržali su se - čak malo i povećali - rashodi na obrazovanje, ali su u realnim iznosima smanjeni rashodi u većini ostalih oblasti izuzev odbrane i zakonskih prava korisnika, uključujući i investicije. Uprkos ozbiljnim pokušajima da se izbegnu greške iz prošlosti koje su, na primer, dovele do programa obuke čiji su rezultati bili slabi, mnogi novi programi bili su neprovereni, tako da će rezultati moći da budu jasni tek posle izvesnog vremena. Oni što veruju da dugoročni izgledi za privredni rast zavise od inovacija, a da inovacije moraju da budu zasnovane na snažnim naučnim i tehničkim temeljima, bili su posebno uznemireni zbog predloženog smanjenja podrške istraživačkom radu za čak 20-30 odsto. Tvrdilo se da granični prinos od takvih rashoda ne samo da je visok, već da je viši od mnogih drugih oblika investicija (uključujući neke programe iz oblasti obrazovanja kao i programe obuke). Do nesuglasica je došlo i u vezi s budžetom za istraživanje i razvoj. Mnogi naučnici su doveli u pitanje prinos od velikih investicija u svemirska istraživanja, odnosno tvrdili da bi novac potrošen na jednu svemirsku stanicu mogao bolje da se iskoristi. NASA je obavila izvanredan posao time što je osigurala jaku političku podršku za svoje programe (na primer, tako što se postarala da sve firme koje za nju rade pod ugovorom budu locirane u velikom broju izbornih okruga) - što je učinila mnogo bolje nego zainteresovani za fundamentalna istraživanja, uprkos tome što su obe partije prihvatale dalju podršku toj vrsti naučnog rada. Fundamentalna istraživanja podsećaju na javno dobro: granični troškovi od dodatnog pojedinca koji koristi stečeno znanje su mali, a troškovi isključenja često veliki. Međutim, Klintonova administracija je tvrdila da bi država morala da potpomaže i razvoj novih tehnologija. Kod mnogih novih tehnologija dolazi do značajnih prelivanja od kojih koristi nema pronalazač, što se dokazuje primerima kao što su laser i tranzistor, pronalascima koji su omogućili čitav niz ogromnih koristi privredi, daleko većih nego što se u početku mislilo. Konzervativci su tvrdili da te oblasti treba prepustiti privatnom sektoru; državni posao nije da odlučuje koje će privredne grane podsticati, čak ni pružanjem podrške istraživanjima. Oni su zaključili da je država loše birala

kome će pružiti pomoć i da je takva podrška bila izložena uticaju posebnih interesnih grupa.

Istina je možda negde između ova dva suprotstavljena stava. Iako postoje brojni primeri loše usmerenih državnih istraživačkih programa, država je dugo igrala glavnu i uspešnu ulogu u unapređenju tehnologije. Prvu telegrafsku vezu između Baltimora i Vašingtona finansirala je 1842. godine federalna vlada - isto kao i internet. Brz rast produktivnosti u poljoprivredi tokom 19. i 20. veka zasnivao se na istraživanjima kojima je finansirala država, isto kao što je finansirala službe zadužene za što veće širenje novostečenog znanja. Veliki deo savremene tehnologije na neki način je finansirala država, često u okviru vojnih istraživanja. Devedesetih godina, uz smanjenje rashoda na odbranu, donosioci političkih odluka bili su suočeni s ključnim pitanjima: da li će u cilju očuvanja vodeće uloge u tehnologiji zemlji biti potrebna eksplicitnija državna podrška; da li postoje načini za povećanje stope uspešnosti takvih projekata, kao što je zahtev za ravnopravnijim učešćem privatnih firmi u istraživačkim programima koje finansira država? S obzirom na budžetska ograničenja, jedna od glavnih inicijativa, veće investiranje u nove tehnologije, nije realizovana - mada su programi preživeli uz niži nivo podrške.

Zaključak

Savremeno shvatanje budžetskog deficita ne predstavlja samo naziv ove magistarske teze koja treba da nas uputi kako da shvatimo teorijske probleme deficita, već i da shvatimo ozbiljnost koja se javlja pred budžetom. Razne škole i teorije koje su se razvijale tokom prošlog veka nisu mogle u potpunosti da objasne i prikažu u celosti pozitivne i negativne efekte deficita budžeta.

Pristalice kejnzijanske teorije zastupaju mišljenje da deficit pozitivno deluje, jer doprinosi dodatnoj kupovnoj moći i agregatnoj tražnji i da se ovim doprinosi održavanju visoke stope ekonomskog rasta. Država blagostanja je postala gospodar ekonomije. U razvijenom svetu rođena je fiskalna država, kao socijalna agencija, i kao mega država. Mega država je uložila napor da ostvari kontrolu nad društvom, da upotrebi poreske mehanizme preraspodele dohotka i postala vlasnik i menadžer ekonomije.

Sa druge strane monetaristička analiza kaže da ako se deficit finansira štampanjem novca, to može ubrzati inflaciju. Stalna inflacija praćena novom emisijom vodi visokoj tražnji u odnosu na ponudu. Rešavanje privrednih problema i kriznoinflatornog mehanizma danas se sve više traži u regulisanju ponude, a ne regulisanju globalne tražnje.

Uvećano trošenje novaca od strane vlade podiže realne kamatne stope i time istiskuje privatni kapital sa tržišta što negativno deluje na ekonomski rast. Danas budžet zahvata preko jedne trećine nacionalnog dohotka, pri čemu je

gotovo nemoguće uravnotežavati javne rashode samo sredstvima poreza, odnosno redovnim prihodima. U uslovima velikih oscilacija u dohotku i zaposlenosti, što je karakteristično za savremene razvijene i ne razvijene privrede, nije moguće pokriti čak ni operativne državne rashode odgovarajućim poreskim prihodima u depresivnim godinama ekonomskog ciklusa u nekim državama. Mada se savremena država naziva poreskom državom, porezima se pokriva samo deo budžetskih rashoda, pri čemu je uloga javnog duga, čiste emisije i drugih izvora dopunskih sredstava sve naglašenija.

Literatura

1. Anderson, L.C., & Carlson, K.M. (1970). *A Monetarist Model for Economic Stabilization*. Federal Reserve Bank, St. Louis.
2. Bardžić, Ž., Miladinović, B. Ž., Prdić, N. & Škrbić, S. (2023). Pravni aspekti međunarodnih odnosa. *Oditor*, 9 (2), 115-138. <https://doi.org/10.59864/Oditor32305B>
3. Barile, D., Pontrelli, V., & Posa, M. (2023). How can I fund you? A cross-cultural analysis on the diffusion of reward-based crowdfunding activities. *Društveni horizonti (Social Horizons)*, 3(6).
4. Blinder, A.S., & Solow, R.M. (1973). Does Fiscal Policy Matter? *Journal of Public Economics*.
5. Brechling, F., & Wolfe, J.N. (1965). The end of Stop-go. *Lloyds Bank Review*.
6. Buchanan, J. (1976). Vaggo on the Richard Theorem. *Journal of Political Esopotu*.
7. Carlson, K.M., & Spencer, R. (1975). Crowding out and its Critics, Federal Reserve Bank of St. Louis, *Review*, 47, 2-17.
8. Cebula, R.J. (1978). An Empirical Analysis of the „Crowding-out" Effect of Fiscal policjrin the United States and Canada, *Kvclos*, 4, 242-436.
9. Christ, A. (1968). Simple Macroeconomic Model with a government Budget Restraint. *Journal of Political Esopotu*, 76, 36-67.
10. Curaković, D. (2023). Tržište rada u sektoru turizma kroz prizmu rodne ravnopravnosti. *Oditor*, 9 (3), 1-38. <https://doi.org/10.59864/Oditor32301C>
11. Eisner, R. (1969). Fiscal and Monetary Policy Reconsidered, *American Economic Review*.
12. Ferguson, J. (1964). *Public Debt and Future Generations*. Universitv of North Carolina Press, Chapel Hill.
13. Gojković, B., Obradović, Lj. & Mihajlović, M. (2023). Uticaj makroekonomskih faktora na javni dug Republike Srbije u posttranzicionom periodu. *Akcionarstvo*, 29 (1), 217-238.

14. Golubović, M. & Janković, G. (2023). Priliv stranih direktnih investicija u funkciji poboljšanja konkurentnosti privrede Republike Srbije. *Održivi razvoj*, 16 (1), 19-31.
15. Ilić, B., & Tasić, S. (2021). Kvantitativna analiza uloge proizvodnje u stvaranju vrednosti. *Održivi razvoj*, 3(1), 17-33. <https://doi.org/10.5937/OdrRaz2101017I>
16. Ilić, V., Mihajlović, M., & Knežević, M. (2022). Uloga socijalnog preduzetništva u savremenim uslovima poslovanja. *Oditor*, 8(2), 75-90. <https://doi.org/10.5937/Oditor2202074I>
17. Inđić, M., Pjanić, M. & Đaković, M. (2023). Uticaj makroekonomskih faktora na tržišnu kapitalizaciju u bivšim Jugoslovenskim republikama sa moderacijom bivših republika koje ne koriste euro. *Akcionarstvo*, 29 (1), 151-168.
18. Milanović, N. (2023). Menadžment finansijske održivosti neprofitnih organizacija. *Održivi razvoj*, 5(1), 7-17. <https://doi.org/10.5937/OdrRaz2301007M>
19. Milenković, N., Radosavljević, M. & Vladislavljević, V. (2023). Using open licensed applications in the developing programs for businesses. *Održivi razvoj*, 16 (2), 35-50.
20. Miletić, A., Trajković, S., & Mrdak, G. (2021). Uticaj strateškog opredeljenja na odnos između upravljanja inovacionim portfoliom i uspeha. *Oditor*, 7(1), 165-194. <https://doi.org/10.5937/Oditor2101165M>
21. Miletić, S., & Radić, S. (2022). Evolucija prakse upravljanja dobitkom - nova pretnja kvalitetu finansijskih izveštaja. *Oditor*, 8(3), 117-142. <https://doi.org/10.5937/Oditor2203117M>
22. Modigliani, F. (1964). Long-run Implication of Alternative Fiscal Policies and the Burden of the National Debt. *Economic Journal*.
23. Munde, R.A., & Swoboda, A.K. (1970). *Monetary Problem of the International Esopotu*. Chicago-London, The University of Chicago Press.
24. Musgrave, R.A., & Musgrave, P.B. (1980). *Public Finance in Therov and Practice*. McGraw + Hill, Tokuo, 605-608.
25. Savić, A., & Bonić, Lj. (2022). Analysis of the impact of reporting on environmental performance idicator on the profitability of European companies. *Facta Universitatis – Economics and Organization*, 19(3), 167-182. <https://doi.org/10.22190/FUEO220529013S>
26. Savić, A., Mihajlović, M., & Božović, I. (2023). Macroeconomic aspects of comprehensive costs of assets as a prerequisite for equipping the defense system with weapons and military equipment. *Vojnotehnički glasnik*, 71(3), 797-815. <https://doi.org/10.5937/vojtehg71-44145>

27. Savić, A., Mihajlović, M., & Kostić, R. (2022). Uticaj prakse marketing miksa na održivi razvoj. *Ecologica*, 29(108), 597-603. <https://doi.org/10.18485/ecologica.2022.29.108.17>
28. Stein, J. (1966). Mopeu and Capacity Growth. *Journal of Political Esopotu*, 74, 441-465.
29. Stoiljković, B., Balaban, S. & Simić, M. (2023). Uticaj likvidnosti na profitabilnost preduzeća prerađivačkog sektora u Republici Srbiji. *Oditor*, 9 (2), 155-177. <https://doi.org/10.5937/Oditor2302155S>
30. Trifunović, D., Lalić, G., Deđanski, S., Nestorović, M., & Bevanda, V. (2024). Inovativni modeli i nove tehnologije u funkciji razvoja i kooperacije preduzeća i obrazovanja. *Akcionarstvo*, 30(1), 177–196.
31. Verde. (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.
32. Vukosavljević, D., Kaputo, J., Tešić, A., & Vukosavljević, D. (2021). Makroekonomsko okruženje i javni sektor - mesto i uloga. *Oditor*, 7(3), 37-50. <https://doi.org/10.5937/Oditor2103037V>
33. Zupur, M. & Janjetović, M. (2023). Sustainability of personal selling marketing in the modern market. *Održivi razvoj*, 16 (2), 7-20.

DEFICIT FINANCING AND AUTOMATIC AMORTIZATION OF STATE DEBT

Summary

Macro-budget financing policy in fiscal theory and policy is treated as a synthesis of public revenue and public expenditure policy, as a very effective instrument in conducting stabilization policy, on the one hand, with the simultaneous synthesis of fiscal and monetary policy measures, in initiating or encouraging economic growth , on the other side. On the other hand, the micro-budget financing policy at the level of a business entity is treated as a synthesis of the business entity's income policy and public revenues, with a synthesis of business policy, on the one hand, and fiscal and monetary policy, on the other hand, with an increase in profits. Contemporary fiscal policy has accepted the philosophy that the budget is becoming less and less a means of necessary social functions of the state, and more and more becoming a means of development and stabilization policy.

Keywords: *fiscality, tax, company, financing, budget, efficiency.*