

## 5. UTJECAJ FISKALNOG DEFICITA I JAVNOG DUGA NA GOSPODARSKI RAST

Sandra Švaljek

*"It is indeed remarkable that economists can disagree so severely over an issue which commands such a uniform reaction from laymen of widely different ideologies and political affiliations".*

Bernheim, Douglas B: "A Neoclassical Perspective on Budget Deficit", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 3, br. 2, jesen 1989, str. 55

### 5.1. FISKALNI DEFICIT I JAVNI DUG - DEFINICIJE POJMOVA

Prema općeprihvaćenoj definiciji, **fiskalni deficit** je razlika između ukupnih prihoda i ukupnih rashoda države, nastala u određenom vremenskom razdoblju, najčešće godini dana. Ovako definiran pojam fiskalnog deficita prilično je neodređen, pa je za bilo kakvu analizu deficita i njegova učinka na druge veličine potrebno točnije odrediti sadržaj tog pojma. Kao prvo, iznos i značaj fiskalnog deficita se mijenja u ovisnosti o tome o kojem je obuhvatu države riječ - o središnjoj državi, o konsolidiranoj središnjoj državi koja osim središnje države obuhvaća i izvanproračunske fondove, o (konsolidiranoj) općoj državi koja sadrži i prihode i rashode tijela lokalne uprave ili o cjelokupnom javnom sektoru koji sadrži i saldo financijskih transakcija javnih poduzeća, kao i fiskalnih transakcija financijskog sektora (privatizacijskih fondova, razvojnih banaka). Najpotpunija mjera utjecaja države na ostale sektore i gospodarstvo u cjelini bio bi, svakako, deficit države u njezinom najširem obuhvatu. Takva se mjera, međutim, rijetko objavljuje, pa se obično u analizama koristi deficit središnje, konsolidirane središnje ili konsolidirane opće države.

Osim mjere deficita koja počiva na jednostavnoj razlici prihoda i rashoda (**konvencionalni deficit**), ponekad se u posebne svrhe izračunavaju neki drugi pokazatelji deficita, poput primarnog deficita, operativnog deficita, strukturnog deficita, ciklički ispravljenog deficita, deficita tekućeg računa državnog proračuna, i sl. (IMF Institute, 1993). **Primarni deficit** je korisna

mjera jer pokazuje rezultat trenutačne državne aktivnosti, a izračunava se tako da se od iznosa ukupnih rashoda oduzmu izdaci za plaćanje kamata. **Operativni je deficit** mjera prikladna u uvjetima rasta cijena jer iz iznosa rashoda uklanja dio kamata uzrokovan inflacijom, odnosno zadržava samo realnu komponentu kamata kao element rashoda. **Deficit na tekućem računu** može se shvatiti kao pokazatelj državne štednje, a dobiva se kao razlika tekućih (poreznih) prihoda i tekućih rashoda (koji se sastoje od tekuće državne potrošnje i plaćanja kamata na javni dug). **Strukturni deficit** pokazuje iznos deficita koji bi, uz postojeće karakteristike poreznog sustava i programa javnih izdataka postojao kada bi se provele korektivne mjere u ekonomiji, kao što je smanjenje inflacije ili nezaposlenosti (Ize, 1993). **Ciklički ispravljeni deficit** može se shvatiti kao podvrsta strukturnog deficita, a radi se o deficitu koji bi postojao u uvjetima pune zaposlenosti (odnosno u uvjetima kada je nezaposlenost na razini "prirodne stope nezaposlenosti").

U analitičke se svrhe najčešće upotrebljava konvencionalni deficit (konsolidirane središnje ili opće države), primarni deficit i ciklički ispravljeni deficit, a u uvjetima inflacije realni iznosi tih veličina. Primjena ciklički ispravljenog deficita savjetuje se, prije svega, pri analizi multiplikatora temeljenoj na tradicionalnom IS-LM modelu. Konvencionalni je deficit, naime, djelomično endogen, a taj endogeni dio deficita (koji, primjerice, nastaje kao posljedica porasta transfera nezaposlenima, za razliku od deficita koji je posljedica porasta javnih investicija) nema multiplikativne učinke i već je, zapravo, ugrađen u multiplikator (Haliassos i Tobin, 1990).

S obzirom na to da je deficit državnog proračuna samo rezidual, razlika između ukupnih prihoda i ukupnih rashoda države, jasno je da je vrlo teško dokučiti njegov utjecaj na gospodarstvo u cjelini, kao i na pojedine ekonomske veličine. Nije svejedno nastaje li deficit kao posljedica smanjenja poreza ili kao posljedica rasta državnih izdataka. Isto tako, utjecaj deficita bit će različit u ovisnosti o tome koji se porezi, odnosno izdaci mijenjaju. Stoga se utjecaj deficita na gospodarstvo ipak treba promatrati u kontekstu konkretne fiskalne politike i mjera na kojima ona počiva.

Nadalje, postoji razlika u učincima **trajnih i privremenih deficita**. Privremeni deficit mogu imati stabilizacijske učinke. Utjecaj trajnih deficita ovisi o tome na koji se način deficit financira - **emisijom novca** (monetarnim financiranjem)

ili **zaduživanjem**<sup>1</sup>. Javni dug ne nastaje kada se deficit financira emisijom novca. Isto tako, financiranje deficita emisijom novca nema utjecaja na promjenu razine zaduženosti države, osim u slučaju kada je dug denominiran u domaćoj valuti i kada nije indeksiran. Zbog toga se javni dug može shvatiti kao posljedica trajnih deficita koji se financiraju zaduživanjem, bilo u zemlji, bilo u inozemstvu. Drugim riječima, deficit je promjena razine javnog duga između dvije godine (ukoliko se deficit ne financira emisijom novca). Stoga, kada se promatraju učinci fiskalnog deficita i javnog duga na ekonomiju, može se reći da se ti učinci poklapaju ukoliko je fiskalni deficit trajan i ukoliko se financira zaduživanjem. Privremeni deficiti, i deficiti koji se financiraju emisijom novca mogu imati i neke dodatne posljedice.

## 5.2. TRI TEORIJE O POSLJEDICAMA FISKALNOG DEFICITA I JAVNOG DUGA

Neekonomisti u pravilu budžetski deficit i javni dug smatraju nepoželjnim pojavama. Po njihovom mišljenju, oni uvijek negativno djeluju na gospodarski rast, a često i na ekonomsku stabilnost. Slično tome, **klasični su ekonomisti** deficit i javni dug smatrali pojavama koje su opravdane samo kod izuzetnih i kratkoročnih potreba za javnom potrošnjom, a njihovo trajno postojanje dozvoljavali su samo u slučaju financiranja produktivnih kapitalnih projekata čija je stopa povrata veća od stope kamata na uzete zajmove. Prema uvjerenju klasičnih ekonomista nema bitne razlike između zaduživanja države i

<sup>1</sup> Ovo proizlazi iz sljedećeg budžetskog identiteta države:

$$D_t = G_t + iB_t - T_t = (M_t - M_{t-1}) + (B_t - B_{t-1}), \quad (5.1.)$$

gdje je D fiskalni deficit, M novčana baza, B ukupan javni dug, G državni rashodi (bez kamata), T državni prihodi, i nominalna kamatna stopa i t u supskriptu oznaka za razdoblje. Sve su veličine ovdje u nominalnim iznosima. Ako se deficit financira isključivo zaduživanjem, izraz se pretvara u

$$D_t = G_t + iB_t - T_t = (B_t - B_{t-1}), \quad (5.2.)$$

što znači da je deficit jednak promjeni razine duga, a također i da je razina duga jednaka razini duga iz prošlog razdoblja, uvećanoj za iznos deficita iz tekućeg razdoblja.

U stvarnosti, zbog niza razloga (npr. preuzimanje duga drugih sektora uslijed danih garancija ili uslijed provedbe mjera ekonomske politike, emisija duga u korist institucije koja će imati koristi od budućih kamata ili amortizacije duga, repudijacija duga, reprogramiranje duga, preuzimanje ili otpis duga), promjena razine javnog duga ne mora odgovarati toku neto posudbi iz računa financiranja države. Ipak, ovdje će se radi jednostavnosti pretpostaviti da je promjena razine duga jednaka novonastalom deficitu.

zaduživanja privatnih osoba. Svaka vrsta duga služi isključivo usklađivanju tokova prihoda i rashoda u vremenu (Buchanan, 1987).

Među suvremenim ekonomistima ne vlada takav jedinstven stav o ovim pojavama. Naprotiv, njihovo je razumijevanje prirode, kao i predviđanje učinaka fiskalnog deficita i javnog duga, različito. Neujednačenost stavova o deficitu i javnom dugu proizlazi iz različitog odabira pretpostavki na kojima se temelje modeli različitih škola. Zbog toga u teorijskoj literaturi možemo naći potvrdu za svaki zamisliv stav o djelovanju budžetskog deficita i javnog duga, od onog da budžetski deficit i javni dug mogu potaknuti gospodarsku aktivnost, kao i da su oni u određenim okolnostima posve irelevantni za realne ekonomske veličine, pa sve do tvrdnje da je njihovo djelovanje na razvojne potencijale razorno. Općenito, postoje tri osnovne škole o ekonomskim učincima fiskalnih deficita: kejnzijanska, rikardijanska i neoklasična škola (Bernheim, 1989). Zajednička im je karakteristika to što uglavnom razmatraju situaciju nastanka deficita uslijed smanjenja poreznih prihoda, a ne uslijed povećanja javnih izdataka (iako kejnzijanska škola u originalnoj verziji promatra učinke porasta javne potrošnje na promjenu zaposlenosti i outputa, a tek kasnije i učinke smanjenja poreznih prihoda).

**Neoklasična škola** polazi od pretpostavke da se društvo sastoji od dalekovidnih pojedinaca koji planiraju potrošnju u svom životnom ciklusu. Neoklasični model karakterizira pretpostavka da osobe imaju ograničene životne vjekove i da se generacije preklapaju, te da u svim razdobljima postoji ravnoteža na tržištu. Budžetski deficiti povećavaju ukupnu životnu potrošnju prebacujući poreze na naredne generacije. Ako su ekonomski resursi potpuno iskorišteni, povećana potrošnja nužno podrazumijeva smanjenu štednju. Situacija na tržištu kapitala se mijenja, pa kamatna stopa mora rasti kako bi tržište ponovno došlo u ravnotežu. Deficiti trajnog karaktera na taj način "istiskuju" privatnu akumulaciju kapitala, što ima pogubne posljedice za gospodarski rast (Bernheim, 1989).

**Kejnzijanska škola** koja kronološki prethodi neoklasičnoj zasniva se, za razliku od neoklasične, na pretpostavkama da je velik dio populacije ili kratkovidan ili da ima ograničenu likvidnost (iako neki kejnzijanci poriču ove pretpostavke, npr. Eisner (1989)). Takve osobe imaju visoku sklonost potrošnji iz raspoloživog dohotka. Odatle proizlazi da privremeno smanjenje poreza ima kvantitativno značajan utjecaj na agregatnu potražnju. Druga razlika u odnosu na neoklasični model je to što kejnzijanci dozvoljavaju da neki ekonomski resursi budu nezaposleni. Ako su resursi u ekonomiji u početku podzaposleni,

nacionalni dohodak raste, generirajući nove učinke putem mehanizma multiplikatora. Budući da deficiti potiču potrošnju i nacionalni dohodak, štednja i akumulacija kapitala ne moraju biti destimulirane. Prema kejnzijanskoj teoriji pravovremeni deficiti imaju, dakle, povoljne posljedice na blagostanje. Postoje, međutim, situacije u kojima stimulacija agregatne potražnje uzrokovana deficitom ima nepovoljne učinke. Takva je npr. situacija pune zaposlenosti i fiksne ponude novca, kada povećana potražnje za novcem uzrokuje porast kamatnih stopa i pad investicija. Kejnzijanska škola ostavlja mogućnost da deficit ima ili pozitivne ili negativne učinke, ovisno o stanju gospodarstva. To ujedno znači da kejnzijanska teorija ne može političarima davati univerzalne preporuke, te da bi oni sami trebali moći prepoznati u kakvom se stanju nalazi njihovo gospodarstvo, kako bi u skladu s tim mogli poduzimati odgovarajuće mjere.

**Rikardijanska škola** pretpostavlja da su sukcesivne generacije povezane dobrovoljnim altruistički motiviranim transferom resursa. To podrazumijeva da je potrošnja funkcija resursa čitavih dinastija, odnosno poreznih obveznika i njihovih potomaka. Deficiti samo odgađaju plaćanje poreza, prepuštajući ga budućim generacijama, dok je diskontirana sadašnja vrijednost poreza i javnih izdataka jednaka, što znači da deficit resurse dinastija ostavlja nepromijenjenima. Potrošnja, kao funkcija resursa dinastije, ne mijenja se pod utjecajem promjene poreza. Drugim riječima, politika fiskalnog deficita nema nikakvog utjecaja na realne gospodarske veličine.

Rikardijanska škola koja polazi od **hipoteze o neutralnosti duga**<sup>2</sup> (Barro, 1974) temelji se na sljedećim, izrazito restriktivnim pretpostavkama: 1) vremenski horizont građana/poreznih obveznika je beskonačan, 2) razlike u poreznim opterećenjima motiviraju građane na međugeneracijske transfere zasnovane na altruizmu, 3) potrošači su racionalni i dalekovidni, 4) tržišta kapitala su ili savršena, ili na njima postoji specifična pogreška, 5) porezi su

---

<sup>2</sup> Neutralnost duga govori da realne varijacije poreznih prihoda (tekućih i anticipiranih), uravnotežene jednakim varijacijama realnih iznosa neto javnog zaduživanja u suprotnom smjeru, nemaju realne učinke (Halisassos i Tobin, 1990). Valja napomenuti da je teorem o neutralnosti duga Barrova inačica Ricardovog razmišljanja o ekonomskoj ekvivalenciji financiranja porezima i financiranja dugom. Iako se danas Barrov teorem o neutralnosti duga naziva Ricardovom ekvivalencijom, razlika između Ricardova i Barrova zaključka ipak postoji, i sastoji se u tome što Ricardo nije ustrajao u svojem uvjerenju o istovjetnosti financiranja porezima i financiranja dugom, uočivši da porezni obveznici pate od onog što danas nazivamo "fiskalnom iluzijom" (O'Driscoll, 1977).

paušalni (lump-sum), 6) upotreba deficita ne može stvarati vrijednosti i 7) javna se potrošnja ne može beskonačno financirati zaduživanjem (Bernheim, 1989; Haliassos i Tobin, 1990). S obzirom na to da ove pretpostavke ne odgovaraju stvarnosti, te da se hipoteza o neutralnosti duga ne može održati ukoliko se napusti bilo koja od navedenih pretpostavki, smatra se da rikardijanstvo ne može dati dobre upute za vođenje konkretne budžetske politike.

Neoklasična i kejnzijanska paradigma mogu se vrlo dobro nadopunjavati ako ih se shvati kao analize dvaju različitih aspekata fiskalne politike. Naime, ukoliko se deficit razloži na njegovu trajnu i privremenu komponentu, može se reći da neoklasična analiza promatra učinke trajnih deficita, dok kejnzijanci analiziraju utjecaj privremenih deficita koji se poduzimaju radi stabilizacije cikličkih kolebanja oko ravnoteže s punom zaposlenošću (Bernheim, 1989). Drugim riječima, neoklasičari smatraju niži dug povoljnijim sa stajališta prosječne nacionalne štednje, ali dozvoljavaju privremene deficite koji služe vladi kako bi stabilizirala ekonomiju blizu ravnoteže.

S teorijskog stajališta čini se da neoklasična analiza počiva na najmanje restriktivnim pretpostavkama i da, stoga, najrealnije opisuje stvarnost. Razmatrajući utjecaj deficita na gospodarstvo, neoklasičari ključnim smatraju pitanje je li neki deficit privremen ili trajan. Naime, ako su potrošači usredotočeni na svoju životnu potrošnju, smanjenje deficita uzrokovano porastom poreznog opterećenja će, prema neoklasičarima, uzrokovati veći pad potražnje ukoliko potrošači vjeruju da je to smanjenje trajno. Stoga u tom slučaju pokušaj vlade da ostvari ravnotežu s većom štednjom može toliko smanjiti potražnju da će to uzrokovati recesiju. Nadalje, ukoliko je fiskalni deficit do sada iznosio npr. 3%, uravnoteženi će proračun na gospodarstvo djelovati kontraktivno. S druge strane, neoklasičari smatraju da je utjecaj trajnog deficita bilo kojeg predznaka na gospodarstvo ovisan o stupnju gospodarskog razvoja i gospodarskim ciljevima. Odnosno, ako je privatna štednja nedovoljna da se postigne poželjna razina akumulacije kapitala, tada država mora ostvarivati trajni suficit (Bernheim, 1989).

Ocjenjujući navedene škole prema robusnosti njihovih modela i prema njihovoj empirijskoj potvrdi, može se zaključiti da rikardijansku paradigmu valja odbaciti ne samo iz teorijskih razloga, već i zbog toga što za nju ima vrlo malo dokaza u stvarnom ponašanju gospodarskih veličina. Veći dio makroekonomskih empirijskih istraživanja pokazuje da deficit doista ima realne učinke. Što se tiče preostalih dviju škola, može se reći da neoklasična pruža teorijsku podlogu za analizu trajne komponente deficita, dok kejnzijanska daje okvir za analizu privremenih deficita (Bernheim, 1989).



Osnovni je nedostatak ovih teorija u tome što one pri izučavanju učinaka deficita i javnog duga na gospodarsku aktivnost u velikoj mjeri zanemaruju bitne elemente politike deficitnog financiranja, odnosno zanemaruju način financiranja deficita (financiranje emisijom duga ili monetarno financiranje), uzrok nastanka deficita (povećanje državne potrošnje ili smanjenje poreznih prihoda), strukturu poreznih prihoda i strukturu državne potrošnje, rok u kojem se provodi deficitno financiranje (osim neoklasične škole koja pravi razliku između trajnih i privremenih deficita), te jesu li egzogene politike anticipirane ili neanticipirane. Stoga neka novija razmatranja utjecaja deficita na gospodarsku aktivnost polaze od toga da je, u svrhu ocjene utjecaja fiskalne politike na agregatnu potražnju, potrebno izraditi model ekonomije, i specificirati referentnu politiku (u odnosu na koju se neka politika može nazvati ekspanzivnom ili restriktivnom) (Buiter, 1985).

### 5.3. UTJECAJ FISKALNOG DEFICITA I JAVNOG DUGA NA GOSPODARSKI RAST I DRUGE MAKROEKONOMSKE VELIČINE

Uvid u relevantnu literaturu ne olakšava nam, nažalost, razumijevanje učinaka fiskalnog deficita i javnog duga na ostale makroekonomske veličine jer ne dokazuje nedvojbeno postojanje bilo kakvih funkcionalnih veza među njima. Izravne veze s outputom, kao i posredne veze koje se mogu uspostaviti preko drugih veličina (kamatne stope, investicija, štednje, potrošnje, inflacije, neto izvoza i nezaposlenosti) variraju u predznaku ili nisu značajne, a zamagljuje ih i postojanje endogenosti i dvosmjernih odnosa. Iako postoji preduvjerjenje da je deficit ekonomska nevolja koja usporava rast, utječe na porast realnih kamatnih stopa, dovodi do smanjenja nacionalne i privatne štednje, a potiče potrošnju, da uzrokuje inflaciju, smanjuje razinu zaposlenosti, i narušava ravnotežu trgovinske bilance, teorija je pronašla niz argumenata kako u prilog ovih, tako i u prilog suprotnih preduvjerjenja, a empirijska istraživanja nisu, uglavnom, uvjerljivo dokazala ispravnost niti jednih, niti drugih.

Pri proučavanju veze između fiskalnog deficita i bilo koje druge makroekonomske veličine, autori najčešće polaze od tzv. konvencionalne spoznaje i temeljnih makroekonomskih identiteta. Osnovna tvrdnja konvencionalne teorije glasi: svi učinci deficita proizlaze iz jednog jedinog početnog učinka, a to je **smanjenje nacionalne štednje** (Ball i Mankiw, 1995).

Nacionalna je štednja zbroj privatne i javne štednje. Privatnu štednju čini dio oporezovanog dohotka koji kućanstva ne troše za kupovinu dobara, već štede. Javna štednja je neutrošeni porezni prihod. Kada nastane deficit, javna je štednja negativna, što znači da je ukupna nacionalna štednja manja od privatne štednje. Smanjenje javne štednje neće, doduše, dovesti do jednakog smanjenja nacionalne štednje. Ako deficit nastane zbog pada poreznih prihoda, povećat će se privatna štednja, ali u manjoj mjeri jer će kućanstva dio njihova poraslog dohotka potrošiti. To znači da će pad javne štednje uzrokovati pad nacionalne štednje, ali će taj pad biti manji od smanjenja javne štednje.

Svi daljnji učinci deficita proizlaze iz jednostavnih identiteta, prema kojima je štednja jednaka zbroju investicija i neto izvoza<sup>3</sup>. Kada budžetski deficit smanji nacionalnu štednju, tada dolazi do pada investicija i/ili do pada neto-izvoza. Ove se posljedice deficita objašnjavaju djelovanjem dvaju osnovnih mehanizama, kamatnih stopa i deviznog tečaja (Ball i Mankiw, 1995).

Za sada se pokazalo da u pravilu ovaj smjer proučavanja daje rezultate koji najbolje objašnjavaju opažene pojave. Konvencionalna spoznaja bavi se, međutim, ponajprije trenutačnim učincima budžetskog deficita. Dugoročni učinci, tj. učinci na output, bogatstvo, buduće poreze, raspodjelu i blagostanje izvode se zatim kao kumulativ kratkoročnih učinaka.

U narednim će se poglavljima razmatrati razna stajališta o učincima javnog duga i deficita na gospodarski rast, no uočljivo je da većina autora utemeljenje za svoja stajališta nalazi u konvencionalnoj makroekonomskoj teoriji.

---

<sup>3</sup> Prema osnovnim makroekonomskim identitetima, vrijedi da se domaći proizvod (Y) može podijeliti na privatnu potrošnju (C), investicije (I), državnu potrošnju (G) i neto-izvoz (X-M),

$$Y = C + I + G + (X - M). \quad (5.3.)$$

Štednja je domaći proizvod koji se ne utroši na privatnu, odnosno državnu potrošnju,

$$S = Y - C - G. \quad (5.4.)$$

Prema tome, štednja je jednaka zbroju investicija i neto-izvoza.

$$S = I + (X - M). \quad (5.5.)$$



### 5.3.1. Utjecaj fiskalnog deficita i javnog duga na gospodarski rast

Iako ne postoji mehanizam koji bi izravno povezivao fiskalni deficit i javni dug s gospodarskim rastom, moglo bi se pronaći niz razloga zbog kojih bi trajni deficit<sup>4</sup>, odnosno javni dug, posredno, mogli nepovoljno djelovati na gospodarski rast<sup>5</sup>. Osnovni kanali putem kojih nastaju negativni učinci deficita i javnog duga na gospodarski rast su:

1. istiskivanje privatnih investicija,
2. istiskivanje izvoza,
3. porast udjela izdataka za kamate u ukupnoj državnoj potrošnji,
4. servisiranje duga koje umanjuje šanse za rast,
5. financijska nestabilnost.

1. visok udio javnog duga u BDP-u može "istisnuti" privatne investicije, apsorbirajući privatnu štednju koja bi služila financiranju tih privatnih investicija, i to na sljedeće načine:

- Zaduživanjem države povećava se ukupna potražnja gospodarstva za kreditima. To može uzrokovati porast kamatnih stopa na tržištu kapitala, a porast kamatnih stopa obeshrabriti posuđivanje privatnih investitora.
- Ako je zadan konačan maksimalan udio ukupnog duga u BDP-u (privatnog i javnog), tada porast udjela javnog duga dovodi do pada udjela privatnog duga, u uvjetima kada je taj maksimum dosegnut.
- Ukoliko postoji kontrola kamatnih stopa, javni sektor može istisnuti privatni sektor u nadmetanju za kredite putem raznih oblika financijske represije, odnosno implicitnih poreza na financijska sredstva (Easterly i Schmidt-Hebbel, 1994; Tanzi, 1995).

---

<sup>4</sup> Mala je vjerojatnost da bi privremeni deficiti mogli imati ikakvog utjecaja na gospodarski rast. Djelovanje privremenih deficita ograničeno je na konjunkturna kretanja.

<sup>5</sup> Utjecaj deficita koji se financira emisijom novca na gospodarski rast uglavnom proizlazi iz veze između inflacije i gospodarskog rasta.

- Investitori mogu odustati od investicija, naročito onih dugoročnih, ukoliko očekivanja viših poreza radi pokrića rastućeg duga stvaraju neizvjesnost u pogledu budućih makroekonomskih uvjeta (Tanzi i Zee, 1997).

Smanjenje investicija uzrokuje usporavanje porasta količine kapitala u gospodarstvu. Količina kapitala u velikoj mjeri određuje proizvodni kapacitet zemlje, a time i output gospodarstva u dugom roku. Smanjenje investicija može nepovoljno utjecati i na odluke o zapošljavanju, što također u dugom roku može nepovoljno djelovati na gospodarski rast.

**2.** Kumulirani deficit, odnosno javni dug, može uzrokovati i "istiskivanje" neto izvoza. Porast kamatnih stopa koji će vrlo vjerojatno nastati kao posljedica deficita, privući će strane investicije. Stranim će investitorima stoga porasti potražnja za domaćom valutom. Ako je devizni tečaj fleksibilan, porast potražnje uzrokovat će aprecijaciju domaće valute, a time i trgovinski deficit. Jednom kada država postane neto uvoznik dobara, ona ujedno postaje i neto izvoznikom imovine. Drugim riječima, povećava se udio stranaca u vlasništvu nad domaćom imovinom, što u dugom roku znači pad nacionalnog proizvoda, iako ne mora značiti i pad domaćeg proizvoda (Ball i Mankiw, 1995).

**3.** Rastući udio javnog duga u BDP-u dovest će, vjerojatno do porasta rashoda države za plaćanje kamata. Ta činjenica umanjuje šanse za gospodarski rast. Razlozi su sljedeći:

- Financiranje otplate duga novim zaduživanjem može, u krajnjem slučaju, dovesti do eksplozije duga i krize solventnosti države, jer će vjerovnici, da bi se osigurali od neplaćanja, tražiti i dodatak na kamatu u obliku premije rizika ("scenarij sudnjeg dana").
- Ako se dug namjerava financirati smanjenjem ostalih izdataka, država će pri smanjenju izdataka najprije posegnuti za kapitalnim izdacima koji u strukturi državnih izdataka imaju najizraženije pozitivno djelovanje na rast.
- Financiranje otplate duga povećanjem poreza dovodi do neefikasnosti i distorzija povezanih s višom graničnom stopom poreza.

4. Utjecaj visokog udjela javnog duga u BDP-u na rast je nepovoljan, bez obzira na to financira li se dug zaduživanjem u zemlji ili zaduživanjem u inozemstvu, jer:

- Ukoliko se država zadužuje u zemlji kod sektora stanovništva, nastat će redistribucija dohotka u korist vlasnika vrijednosnih papira. Takva redistribucija može nepovoljno djelovati na rast jer su oni koji kupuju državne vrijednosne papire obično starije osobe. Njihov je preostali životni vijek kratak, pa im je granična sklonost potrošnji veća, a granična sklonost štednji manja nego kod ostalih dijelova populacije.
- Ako se država zadužuje u inozemstvu, mogući su problemi u bilanci plaćanja. Otplata duga znači potrebu transferiranja povećanog dijela domaćih resursa u inozemstvo, te, povezano s tim, nužnost ostvarivanja većeg suficita trgovinske razmjene (osim ako se nastavlja posuđivanje u inozemstvu). Budući da taj višak u razmjeni može nastati samo u privatnom sektoru, državi će biti potrebni viškovi na domaćim fiskalnim računima, da bi na neinflatoran način mogla kupovati stranu valutu od privatnog sektora. Za to je državi, opet, potrebno više poreza, što implicira nastanak novih poreznih distorzija. Problem je još veći ako niti privatni sektor nema dovoljno strane valute, odnosno ako je i on zadužen.

5. Konačno, visok i rastući javni dug uvijek sa sobom donosi potencijalnu ili stvarnu financijsku nestabilnost. Uzrok financijske nestabilnosti mogu biti stvarni pritisci na monetarnu politiku (porast novčane mase ili porast kamatne stope), promjena psihološkog odnosa gospodarskih subjekata prema tržištima novca i kapitala, i osjetljivost domaće financijske stabilnosti na promjene kamatnih stopa na međunarodnim tržištima kapitala (Tanzi i Fanizza, 1995).

Easterly i Schmidt-Hebel (1994) su u istraživanju provedenom na uzorku od deset zemalja u razvoju upotrebom podataka za razdoblje dužničke krize 80-tih godina pokazali da postoji signifikantna i pozitivna veza između fiskalnog suficita i stope rasta. Nadalje, otkriveno je i postojanje negativne i signifikantne korelacije između rasta BDP-a po stanovniku i varijance fiskalne ravnoteže. Drugim riječima, pokazalo se da nizak i stabilan fiskalni deficit pogoduje visokim stopama rasta. S druge strane, ukazuje se na obostrano međudjelovanje promjena outputa i promjena fiskalne ravnoteže. Naime, i sam rast utječe na kretanje fiskalnog deficita, i to na dva načina: prvo, šokovi outputa uzrokuju deficit zbog promjena poreznih osnovica i transfernih plaćanja privatnom

sektoru i drugo, s rastom se, osim porezne osnovice pojačavaju i uspješni pritisci na porast javnih izdataka (Easterly i Schmidt-Hebbel, 1994).

Ipak, postoji mogućnost da se logički uspostavi i veza pozitivnog smjera između veličine javnog duga i stopa gospodarskog rasta. Tako npr. Gilles (1994), naslanjajući se na granu teorija endogenog rasta koja ističe pozitivno djelovanje financijskih tržišta na gospodarski razvoj, teorijski dokazuje mogućnost postojanja komplementarnosti između javnog duga i razvitka financijske infrastrukture, a time i ukupnog rasta. Poučen povijesnim iskustvom Velike Britanije čiji je financijski sustav razvijen još u XVII. stoljeću zahvaljujući operacijama s javnim dugom, on razvija jednostavan međugeneracijski model kojim dokazuje kako javni dug pogoduje gospodarskom rastu. Osnovni je zaključak ovog modela da u uvjetima slabije gospodarske razvijenosti kada je štednja ograničena financijskom nerazvijenosti, emisija javnog duga i upravljanje javnim dugom dovodi do razvitka financijskog sektora i privlačenja veće količine štednje, što otvara mogućnost za akumulaciju fizičkog kapitala i za rast. Gilles ističe da konačan utjecaj javnog duga na gospodarski rast ovisi o kredibilitnosti države i o udjelu štednje koja dolazi u financijski sustav, u ukupnoj štednji.

Pozitivnu vezu između nacionalnog dohotka i deficita uspostavlja i Eisner (1988, 1989, 1992) koji smatra da deficit (izmjereno na pravilan način) značajno stimulira agregatnu gospodarsku aktivnost, što dokazuje i empirijski. Eisner argumentira svoj stav o opravdanosti postojanja budžetskog deficita činjenicom da nije bitno koliko duga ostavljamo narednim generacijama, već je bitno koliko im kapitala ostavljamo. Ako zbog smanjenja budžetskog deficita padaju neto ukupne investicije (dakle, privatne i državne), to će umanjiti kapital sljedeće generacije (Eisner, 1989). Eisner prihvaća Modiglianijevu teoriju potrošnje u životnom ciklusu prema kojoj obveznice povećavaju bogatstvo i budžetsko ograničenje pojedinca<sup>6</sup>. Međutim, Eisner nailazi na brojne kritike svoga empirijskog dokaza, budući da taj dokaz temelji na regresiji realnog deficita pri punoj zaposlenosti i stopa rasta BDP-a<sup>7</sup>.

---

<sup>6</sup> Franco Modigliani smatra da državna financijska politika može utjecati na mogućnost potrošnje budućih generacija. Prema Modiglianiju, bitno je ostavljamo li nasljednicima manju ili veću količinu kapitala, kako javnog tako i privatnog, kako ljudskog tako i fizičkog, kako domaćeg tako i stranog (Haliassos i Tobin, 1990).

<sup>7</sup> Ova regresija ima sasvim očigledne rezultate, jer je u recesiji dohodak nizak, da bi zatim u fazi rasta stope njegova rasta bile pozitivne, a realni deficit, vjerojatno, visok. U

Nadalje, ukoliko se Eisnerova specifikacija modela primijeni na neke druge zemlje osim SAD-a, veza više nije niti jaka niti uvijek pozitivna (Eisner, 1988). Osim toga, njegovo se stajalište, potkrijepljeno kejnzijanskim učenjem A. Lerneru o "funkcionalnim financijama"<sup>8</sup>, sastoji u tvrdnji da nominalni deficit neće uzrokovati niti previsoke trajne realne deficite niti istiskivanje investicija. Ono se temelji na vrlo nerealnim pretpostavkama, kao npr. da dug nije indeksiran i da je izražen u domaćoj valuti, zatim da inflacija ne uzrokuje nikakve troškove, da ona ne dovodi do erozije porezne osnovice i sl.

Eichengreen (1998) smatra da je odnos između fiskalnog deficita i gospodarskog rasta dvosmjernan. S jedne strane, fiskalni deficit utječe na gospodarski rast i taj je utjecaj ovisan o početnim uvjetima. Ukoliko je fiskalna politika održiva, fiskalni će deficit moći djelovati ekspanzivno, što je u skladu s kejnzijanskom teorijom. Kada fiskalna politika nije održiva, deficit ima negativne multiplikativne efekte. Održivost fiskalne politike određuju postojeća razina zaduženosti, visina stope rasta gospodarstva i realna kamatna stopa na javni dug. S druge strane, i sam gospodarski rast djeluje na visinu deficita. Kada BDP raste, porezni se prihodi povećavaju zbog porasta implicitne porezne osnovice. Istodobno se smanjuju transferni izdaci, te dolazi do pada deficita. Proizlazi da postoje dvije ravnotežne točke koje predstavljaju izbor fiskalne politike koja odgovara postojećim razinama BDP-a. Među njima je stabilna samo ravnoteža s niskim deficitom, koja se ostvaruje pri višoj razini BDP-a. Ovo je prikazano na slici 5.1. Na osi X prikazan je BDP, a na osi Y deficit. Krivulja negativnog nagiba pokazuje utjecaj BDP-a na deficit (efekt dohotka). Krivulja koja je u početku pozitivnog nagiba, a zatim se naginje unazad pokazuje izravan učinak

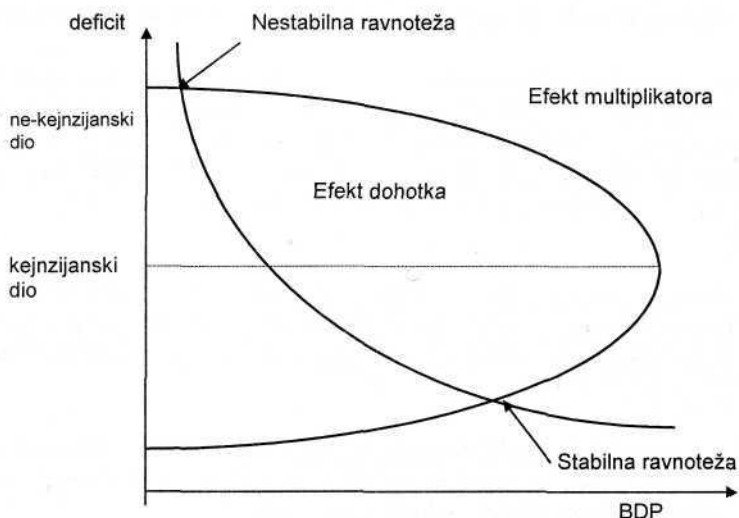
---

fazi booma dohodak je visok, pa zatim pada (ima negativne stope rasta), a deficit je istodobno niži nego u fazi recesije. Bilo koja varijabla koja je, zapravo, negativno korelirana s dohotkom može biti na sličan način pozitivno korelirana sa stopama njegovih promjena.

<sup>8</sup> Abba Lerner, smatra da se fiskalni stimulansi mogu, kao i monetarni, koristiti u cilju upravljanja potražnjom i postizanja pune zaposlenosti. Uvjeren je da javni dug ne predstavlja problem, te da se razlikuje od privatnog duga, budući kod privatnog duga dugujemo "drugima", dok se javni dug duguje građanima "iste nacije" (slogan "we owe it to ourselves"). Dug se, prema Lerneru, može financirati novim zaduživanjem, a nakon toga emisijom novca do onog stupnja koji će osigurati realnu kamatnu stopu potrebnu za održavanje optimalne stope kapitalnih investicija. Proizlazi da posuđivanje državi aktivira sredstva, a da istodobno ne smanjuje privatne investicije. Stoga posuđivanje državi ne umanjuje količinu kapitala ostavljenu budućim generacijama (Musgrave, 1985; Haliassos i Tobin, 1990).

deficita na BDP. Taj se učinak naziva učinak multiplikatora, pri čemu multiplikator može poprimiti pozitivne i negativne vrijednosti. Za male razine deficita, multiplikator je pozitivan (kejnzijanski dio), dok je za visoke deficite multiplikator negativan (Eichengreen, 1998).

Slika 5.1.  
MEUDJELOVANJE IZMEĐU FISKALNE POLITIKE I BDP-a



Izvor: Eichengreen (1998).

Jednako kao što ne postoji jedinstveno stajalište o tome kako fiskalni deficit djeluje na gospodarski rast, nema niti suglasnosti o tome hoće li uklanjanje deficita ili fiskalna konsolidacija na rast djelovati pozitivno ili negativno. Ovdje u prvom redu valja razlikovati kratkoročne od dugoročnih reakcija outputa na fiskalnu konsolidaciju. Tradicionalno je (kejnzijansko) stajalište da će pad deficita u kratkom roku uzrokovati pad outputa. Neoklasičari, za razliku do toga smatraju da će smanjenje imati pozitivan učinak na gospodarstvo, jer će zbog pada kamatnih stopa i porasta kredibiliteta države porasti bogatstvo i potrošnja. Noviji radovi o fiskalnoj konsolidaciji, čiji zaključci počivaju na rezultatima empirijskih istraživanja ukazuju na to da će kretanje outputa za vrijeme i nakon fiskalne konsolidacije u velikoj mjeri ovisiti o načinu na koji je postignuta konsolidacija. Ukoliko se fiskalna reforma zasniva na smanjenju troškova, posebice mase plaća u državnom sektoru i izdataka za socijalnu sigurnost i



blagostanje, fiskalno će uravnoteženje biti dugotrajno i neće dovesti do pada outputa i poremećaja u ekonomskom okruženju niti u kratkom, niti u dugom roku. Ukoliko se pak fiskalna reforma oslanja u prvom redu na porast poreznih prihoda, učinci takve reforme bit će nepovoljni, a fiskalna se ravnoteža neće moći dugo održati (Alesina, Perotti i Tavares, 1998; Alesina i Perotti, 1995, 1997; McDermott i Wescott, 1996).

### 5.3.2. Utjecaj fiskalnog deficita i javnog duga na kamatne stope

Iako nema usuglašenog stava o tome na koji način deficit i javni dug djeluju na kamatnu stopu, često se smatra da je upravo utjecaj deficita na porast kamatne stope kanal putem kojeg deficit djeluje na gospodarski rast, umanjujući sklonost za gospodarske aktivnosti osjetljive na promjene kamatne stope (investicije, neto izvoz). Potencijalni učinci deficita na kamatne stope ovise o nizu čimbenika:

- o naravi poreza i javne potrošnje čija razlika čini deficit (učinak na kamatne stope ovisi o sklonostima štednji i investicijama onih koji imaju koristi od povećanja javne potrošnje, odnosno onih koji plaćaju poreze),
- o otvorenosti gospodarstva (ako je ekonomija otvorena, priljev stranog kapitala stvorit će ponudu novca i, uz pretpostavku fiksnog tečaja, smanjiti pritisak na porast kamatne stope),
- o monetarnoj politici u zemlji i u ostatku svijeta (ukoliko je ekspanzivna fiskalna politika praćena neprilagođavajućom monetarnom politikom, ona je u pozitivnoj vezi s kamatnom stopom, jer će se veći deficiti pretvoriti u povećanu potražnju za novcem, a kada monetarna politika dozvoljava porast novčane mase za financiranje deficita, tada se može očekivati manji pozitivan učinak na realnu kamatnu stopu (Tanzi i Fanizza, 1995)),
- o deficitima u ostatku svijeta,
- te o vremenskom horizontu razmatranja (u kratkom roku deficit ne predstavlja veću opasnost za povećanje kamatnih stopa, ali u dugom roku država se neće moći oslanjati na nastavak priljeva stranog kapitala, pa će deficitarna politika postati ili neodrživa u smislu porasta kamatne stope i istiskivanja investicija, ili inflatorna) (Boskin, 1987).

Istraživanjem provedenim na skupini od 18 industrijskih zemalja i skupini G7, Tanzi i Fanizza (1995) pokazuju da je u razdoblju od 1970. do 1993. godine porast udjela javnog duga u BDP-u u tim zemljama uzrokovao porast svjetskih kamatnih stopa za više od 1,5 postotnih poena. Drugim riječima, u navedenom je razdoblju u 18 industrijskih zemalja postotni porast udjela javnog duga u BDP-u povećavao dugoročnu kamatnu stopu za oko 7 indeksnih poena. S obzirom da je navedeno razdoblje bilo razdoblje neprestanog kumuliranja deficita u većini industrijskih zemalja, ti su se deficiti financirali štednjom drugih zemalja, uzrokujući "istiskivanje" međunarodnih razmjera i podižući svjetsku realnu kamatnu stopu.

Osim ovog istraživanja utjecaja "svjetskog deficita" na "svjetsku kamatnu stopu" postoji niz istraživanja o ovisnosti nacionalne kamatne stope i nacionalnog deficita. Ta istraživanja dolaze do iznimno različitih rezultata. Općenito, većina radova zaključuje da porast deficita ne utječe na porast kamatne stope. Tražeći uzroke tome što se empirijski ne može ustanoviti postojanje veze između fiskalnog deficita i kamatnih stopa, Dweyer (1985) postavlja dvije hipoteze: 1) fiskalni deficit ne mora uzrokovati porast kamatnih stopa ukoliko povećanje ponude državnih obveznica prati jednaki porast potražnje za njima, ili ako je potražnja za obveznicama beskonačno elastična. Ova hipoteza može objasniti nepostojanje veze između fiskalnog deficita i kamatne stope samo ako sav dug države drži središnja banka; i 2) hipoteza o priljevu kapitala, prema kojoj u maloj, otvorenoj ekonomiji u kojoj postoji savršena elastičnost strane potražnje za državnim obveznicama, državni deficit neće utjecati na kamatne stope. U tom slučaju deficit neće utjecati na porast kamatnih stopa, ali će uzrokovati deficit na tekućem računu bilance plaćanja. U slučajevima kada se potvrđuje jedna od ove dvije hipoteze, fiskalni deficit neće dovesti do porasta kamatnih stopa (Dweyer, 1985).

Easterly i Schmidt-Hebbel u već spomenutom istraživanju provedenom na uzorku od deset zemalja u razvoju u razdoblju od 1980. do 1988. dolaze do rezultata da i u ovoj skupini zemalja postoji pozitivna korelacija fiskalnog suficita i realnih kamatnih stopa (Easterly i Schmidt-Hebbel, 1994). Uz to, istraživanje je pokazalo da je u nekim od zemalja u razvoju (Gana, Meksiko i Zimbabve) niska (negativna) realna kamatna stopa zadržavana u uvjetima visokog fiskalnog deficita uz istodobno provođenje financijske represije putem oporezivanja dohotka od kamata na javni dug.

### 5.3.3. Utjecaj fiskalnog deficita i javnog duga na privatne i ukupne investicije

Na prvi pogled, veza između fiskalnog deficita i investicija (ukupnih) vrlo je jasna i očigledna. Temeljni makroekonomskih identiteti pokazuju da porast ili nastanak deficita (porast razlike između  $G$  i  $T$ ), mora nešto "istisnuti", bilo investicije, bilo neto izvoz<sup>9</sup>. Ukoliko se investicije i privatna štednja ne mijenjaju, budžetski deficit tj. smanjenje štednje uzrokuje pad neto izvoza. Ukoliko se pak situacija u bilanci plaćanja ne mijenja, kao niti privatna štednja, tada dolazi do pada investicija. To je razmišljanje u kojem su jedinstveni kejnzijanci i neoklasičari. Neoklasičari, štoviše razlikuju što će biti istisnuto u zatvorenoj, odnosno u otvorenoj ekonomiji, smatrajući da u zatvorenoj ekonomiji trajni deficiti podižu kamatne stope i smanjuju investicije, dok u maloj otvorenoj ekonomiji neće utjecati na realnu kamatnu stopu i investicije, ali će pad nacionalne štednje biti financiran većim zaduživanjem u inozemstvu, popraćenim rastom vrijednosti domaće valute i padom neto izvoza (Gramlich, 1989). U svakom slučaju, deficit će uzrokovati pad neto nacionalne štednje i rast potrošnje na štetu neke kombinacije investicija i neto izvoza.

U standardnoj IS-LM analizi rast outputa (a koji, prema kejnzijanskoj teoriji može biti posljedica multiplikativnog djelovanja fiskalnog deficita), uzrokuje porast potražnje za novcem. Ako je ponuda novca fiksna, tada kamatna stopa mora rasti, a investicije padati. To ponovno smanjuje output i parcijalno poništava učinak kejnzijanskog multiplikatora. Kejnzijanci, ipak, smatraju da je takav scenarij moguć samo ukoliko se ekonomija nalazi na razini pune zaposlenosti, a sve dok se ta razina dosegne, istiskivanja neće biti. U skladu s time, Eisner (1989) smatra da je deficit u pozitivnoj vezi sa svim komponentama BDP-a. Drugim riječima, deficit ne istiskuje nego "utiskuje" (povećava) ukupne investicije. No, ne samo da Eisner smatra da porast deficita ne istiskuje ukupne investicije, već on smatra da deficit ne istiskuje niti privatne investicije. Povećana potražnja uzrokovana rastom deficita pospješuje profitabilnost

<sup>9</sup> Pomoću definicijske jednadžbe domaćeg proizvoda (5.3.) moguće je izvesti identitet za investicije, koji sadrži sve komponente štednje (privatna štednja, državna štednja i štednja sektora inozemstva), tj.

$$I = (Y - T - C) + (T - G) + (M - X) \text{ ili} \quad (5.6.)$$

$$I = S_p + S_G + S_F = S_p - \Delta B + \Delta L, \quad (5.7.)$$

gdje je  $\Delta B$  promjena javnog duga ili fiskalni deficit, a  $\Delta L$  promjena vanjskog duga ili deficit na tekućem računu bilance plaćanja.

privatnih investicija pa, unatoč rastu kamatnih stopa, dolazi do porasta privatnih investicija. Povećana potražnja ne dovodi, prema Eisneru, do inflacije, već do porasta investicija - ona se, dakle, opskrbljuje iz resursa koji bi inače bili neiskorišteni (Bernheim, 1989).

Prema rikardijanskom shvaćanju deficit, naravno, ne mijenja investicijsku potražnju.

### 5.3.4. Utjecaj fiskalnog deficita i javnog duga na neto izvoz

S neto izvozom slučaj je sličan kao i sa privatnim investicijama. U tradicionalnom kejnzijanskom modelu povećani deficit, odnosno smanjena štednja države mora u uvjetima pune zaposlenosti uzrokovati ili smanjenje domaćih investicija, ili smanjenje neto izvoza. Do smanjenja neto izvoza dolazi zbog aprecijacije domaće valute. Aprecijacija nastaje ukoliko porast kamatnih stopa na državne obveznice, kao izravna posljedica fiskalnog deficita, poveća potražnju stranaca za državnim obveznicama, a time i za domaćom valutom. Porast potražnje za domaćom valutom uzrokovat će porast tečaja domaće valute (Ball i Mankiw, 1995).

Eisner (1989), iako tvrdi da deficit ne utječe negativno na gospodarski rast, dozvoljava njegovo negativno djelovanje na neto izvoz. Po njemu dug povećava bogatstvo pojedinca te uzrokuje porast potrošnje, koji rezultira povećanjem potražnje kako za domaćim, tako i za stranim dobrima, te stoga dovodi do nastanka trgovinskog deficita (pada neto izvoza).

U skladu sa svojom cjelokupnom teorijom o neutralnosti duga, Barro i Grilli smatraju da fiskalni deficit, budući da ne mijenja nacionalnu štednju niti potražnju za investicijama, ne mijenja niti saldo tekućeg računa bilance plaćanja (Barro i Grilli, 1994). Prema rikardijanskom shvaćanju, domaćinstva u domaćoj ekonomiji apsorbiraju sav dodatni dug države, i stoga budžetski deficit ne potiče rezidente da posuđuju više od stranaca. Bilanca plaćanja se, dakle, ne mijenja. Za razliku od teorije o neutralnosti duga, standardna analiza tvrdi da u slučaju otvorene privrede dolazi do posuđivanja izvana da bi se podmirila povećana potražnja države, što znači da fiskalni deficit uzrokuje deficit na tekućem računu bilance plaćanja. Istražujući povezanost fiskalnog deficita i tekućeg računa bilance plaćanja empirijski na uzorku deset najrazvijenijih zemalja u razdoblju 1959.-1989., Barro i Grilli pokazuju da niti stvarne vrijednosti deficita niti vrijednosti "očišćene" od cikličkih utjecaja ne dokazuju vezu s deficitom na tekućem računu bilance plaćanja.

Iako Barro i Grilli ne smatraju da deficiti uzrokuju promjene u bilanci plaćanja, on priznaje postojanje utjecaja deficita na politiku deviznog tečaja, i to zbog porasta kamatnih stopa uzrokovanog deficitom, kao i zbog promjene relativnih cijena pod utjecajem fiskalne politike (Barro i Grilli, 1994)<sup>10</sup>.

Empirijska istraživanja na skupini zemalja u razvoju pokazala su da u osam od deset zemalja postoji značajna i pozitivna veza između trgovinskih suficita i suficita javnog sektora, odnosno da manji deficiti javnog sektora dovode do manjih trgovinskih deficita. Iz toga se izvodi zaključak da je fiskalna prilagodba u zemljama u razvoju efikasna u poticanju nacionalne štednje, a time i u povećanju trgovinskog suficita (Easterly i Schmidt-Hebbel, 1994). Za zemlje u razvoju karakteristično je da se problemi u javnom sektoru (poput neadekvatnosti poreznih prihoda, visokih administrativnih troškova prikupljanja poreza, korumpiranosti porezne uprave i sl.) i nemogućnost zaduživanja u zemlji odražavaju u porastu vanjskog duga zemlje. Prema tome, mehanizam koji povezuje bilancu plaćanja i državni proračun ne sastoji se u istiskivanju neto izvoza uslijed porasta kamatne stope, nego jednostavno u nedostatnosti sadašnjih i očekivanih poreznih prihoda javnog sektora, što se nadoknađuje zaduživanjem države u inozemstvu (Guidotti i Kumar, 1991).

### **5.3.5. Utjecaj fiskalnog deficita i javnog duga na privatnu štednju**

Reakcija privatne štednje na fiskalni deficit tj. smanjenje državne štednje ima odlučujući utjecaj na ukupan učinak fiskalnog deficita na gospodarski rast. Ukoliko se privatna štednja poveća u istoj mjeri u kojoj se smanjila državna štednja, nacionalna se štednja neće promijeniti. Stoga je moguće da će deficit u takvim uvjetima biti neutralan, što odgovara stajalištima rikardijanske teorije. No, za očekivati je da kretanje privatne štednje neće u potpunosti moći kompenzirati negativnu državnu štednju. Vjerojatnost za to je još i manja ukoliko je deficit posljedica porasta rashoda, a ne smanjenja poreznih prihoda.

---

<sup>10</sup> Barro i Grilli (1994) navode primjer Njemačke čiji je fiskalni deficit iz 1989. uzrokovao porast kamatnih stopa u zemlji. Da bi se uspostavio paritet kamatne stope, trebalo je doći ili do porasta kamatnjaka u ostalim zemljama koje podržavaju ERM (Exchange Rate Mechanism) ili do realne aprecijacije marke, ili do nominalne aprecijacije i/ili porasta cijena u Njemačkoj i smanjenja cijena u ostalim zemljama ERM-a. S obzirom na to da Njemačka nije bila spremna na veću stopu inflacije, a ostale zemlje nisu bile spremne povećati kamatnjak, pukao je tečaj, pa su Italija i Velika Britanija privremeno napustila ERM zbog deprecijacije svojih valuta.

Fiskalna politika na privatnu štednju, kao i potrošnju može djelovati putem dvaju kanala - putem raspoloživog dohotka i putem promjene stope povrata tj. realne kamatne stope. Na pitanje o smjeru utjecaja raspoloživog dohotka na štednju, različite, ranije spomenute teorije daju različite odgovore. Što se tiče utjecaja promjene kamatne stope na stopu štednje, logika govori da bi porast kamatnih stopa uzrokovan porastom deficita trebao uzrokovati porast štednje. Ipak, deset studija provedenih na uzorku zemalja u razvoju pokazalo je da nema dokaza da u tim zemljama realna kamatna stopa ima pozitivan utjecaj na privatnu štednju (Easterly i Schmidt-Hebbel, 1994).

Suprotno rikardijanskim predviđanjima, iskustva, prije svega SAD-a, pokazala su da istodobno s porastom deficita dolazi ne samo do smanjenja štednje u javnom sektoru, nego i do pada ukupne nacionalne štednje. Naime, privatni sektor ne uspijeva neutralizirati smanjenje štednje u javnom sektoru nego, naprotiv, i on u razdobljima gomilanja deficita šteti manje nego inače (Gramlich, 1989). Sam uzrok padu štednje nije u potpunosti razjašnjen. Boskin (1987) pokazuje da se najveći dio pada stope nacionalne štednje u SAD-u može objasniti međugeneracijskim transferima, i to transferima putem sustava nefundiranog financiranja socijalnog osiguranja (socijalnog osiguranja koje se temelji na međugeneracijskoj solidarnosti). Na taj način sredstva se redistribuiraju od mlađih osoba starijima, odnosno od osoba s većom sklonošću štednji, prema osobama s većom sklonošću potrošnji.

Sljedbenici rikardijanske škole (Barro i Grilli, 1994) također uviđaju da empirijski nalazi ne potvrđuju njihovu hipotezu o porastu privatne štednje pod utjecajem fiskalnog deficita. To objašnjavaju teškoćama u smjeru uzročno-posljedične povezanosti. Oni smatraju da deficit često nastaje kao odgovor na poslovne fluktuacije, javne izdatke i inflaciju pa je, budući da su te varijable korelirane s potrošnjom i štednjom, teško razlučiti učinke deficita na ekonomiju od učinaka ekonomskih pojava na deficit.

### **5.3.6. Utjecaj fiskalnog deficita i javnog duga na potrošnju**

U pogledu povezanosti visine javnog duga i potrošnje postoje različiti zaključci dobiveni na temelju empirijskih istraživanja. U najvećem broju slučajeva te su razlike posljedica različite formulacije nul-hipoteze. Utjecaj permanentnog deficita na potrošnju mjere Bernheim (1989) i Reid (1985), te Eisner (1989) i sva trojica nalaze da permanentni deficiti značajno podižu udio potrošnje u nacionalnom dohotku. Taj je rezultat konzistentan s neoklasičnom, ali i kejnzijanskom paradigmom.



### 5.3.7. Utjecaj fiskalnog deficita i javnog duga na inflaciju

Kada ne bi postojala mnoga iskustva koja ukazuju na nesretan ishod takve politike, moglo bi se zaključiti da je emisija novca za državu savršen način financiranja deficita, jer ne iziskuje plaćanje kamata. No, poznato je da trajni fiskalni deficiti uvijek stvaraju opasnost od porasta inflacije. Kao i inače, teoretičari nisu sasvim jedinstveni niti u pogledu veze fiskalnog deficita i inflacije, a još manje pogledu samog mehanizma putem kojeg se deficiti prelijevaju u inflaciju. Vezu između deficita i inflacije najjednostavnije je uspostaviti u slučaju kada se deficit ne može financirati drugačije nego ekspanzijom novčane mase, te kada povećana ponuda novca vodi u inflaciju koja u ovom slučaju poprima oblik poreza na realnu količinu novca koju drže privatni subjekti<sup>11</sup>. Ipak, u većini zemalja, a naročito onim razvijenim gdje je udio novčane baze u bruto domaćem proizvodu nizak, mogući su prihodi od emisijske dobiti tj. inflacijskog poreza zanemarivi, pa se inflacija kao sredstvo smanjenja realnog deficita gotovo ne isplati (Buitter, 1985). S druge strane, može se pokazati da i sama inflacija može, uslijed erozije porezne osnovice realno umanjiti porezne prihode te stvoriti deficit (Tanzi, 1978). Stoga je i ova veza neminovno dvosmjerna. U slučaju kada se, međutim, deficit financira zaduživanjem, a ne novčanom emisijom, deficit može uzrokovati inflaciju samo ako potraje dovoljno dugo da privatni subjekti iscrpe svoju potražnju za državnim vrijednosnim papirima, te monetarno financiranje preostane kao jedini izvor financiranja deficita (Sargent i Wallace, 1981). Visoka razina javnog duga može, nadalje, sama po sebi pred državu postaviti izazov za moralni hazard, navodeći je na ideju da realnu vrijednost nominalno denominiranog duga smanji putem neanticipirane inflacije, odnosno monetizacijom deficita<sup>12</sup>

<sup>11</sup> Tada se veza između deficita i stope inflacije može, npr. formulirati izrazima poput

$$D = \left( \frac{p}{1+p} \right) \left( \frac{M}{P} \right), \quad (5.8.)$$

gdje je  $p$  stopa inflacije,  $M$  ponuda novca,  $P$  razina cijena i  $D$  deficit (Sachs i Larrain, 1993), ili

$$p = \frac{ad-y}{1-db}, \quad (5.9.)$$

gdje je  $d$  udio deficita u BDP-u, a brzina kolanja novca u neinflatornim uvjetima,  $b$  koeficijent elastičnosti brzine kolanja novca s obzirom na stopu inflacije, a  $y$  stopa rasta outputa (Dornbusch, 1991).

<sup>12</sup> Ovdje je preuzeta terminologija prema kojoj monetizacija deficita označava nagli i jednokratni porast razine cijena, za razliku od monetarnog financiranja deficita gdje se deficit financira različitim stupnjevima stalnog porasta novčane mase tj. inflacijom (Spaventa, 1987).

(Buiter, 1985; Easterly i Schmidt-Hebbel, 1994). Nadalje, ukoliko se deficit financira zaduživanjem u zemlji i u inozemstvu, može se pokazati da je inflatorni učinak deficita to manji, što je veća mogućnost zemlje da se zaduži u inozemstvu i što je veći postojeći udio duga u BDP-u, drugim riječima, što je razvijenije tržište javnog duga (Congdon, 1987).

No, osnovno pitanje koje treba postaviti prije samog uspostavljanja veze između deficita financiranog emisijom novca i realnih ekonomskih veličina jest uzrokuju li uopće promjene stopa monetarnog rasta realne učinke i, u vezi s tim, ukoliko se dokaže da deficit povećava stopu porasta cijena, znači li to da istodobno uzrokuje smanjenje outputa?<sup>13</sup>

#### **5.4. UTJECAJ NAČINA FINANCIRANJA FISKALNOG DEFICITA NA GOSPODARSKI RAST**

Mnogi autori smatraju da je djelovanje fiskalnog deficita na makroekonomske veličine ovisno o načinu financiranja deficita. Iako postoji i teorija o neutralnosti financiranja dugom, i teorija o neutralnosti financiranja emisijom novca, te se teorije zasnivaju na nizu nerealističnih pretpostavki, a empirijski se također ne mogu dokazati. Iskustva pokazuju da isključivo korištenje bilo kojeg oblika financiranja deficita, posebice trajnih i visokih deficita, dovodi do makroekonomske neravnoteže, koja u dužem roku usporava gospodarski rast (Easterly i Schmidt-Hebbel, 1994). Financiranje deficita emisijom novca gotovo neminovno dovodi do inflacije, koja povećava neizvjesnost i iskrivljava relativne cijene, te dovodi do opće nestabilnosti pa tako destimulira privatne investicije i iskrivljava alokaciju resursa, umanjujući šanse za rast. Utjecaj načina financiranja deficita na gospodarski rast ovisi i o reakciji monetarne politike na ekspanzivnu fiskalnu politiku. Ukoliko ekspanzivnu fiskalnu politiku popratí restriktivna monetarna politika, ne dozvoljavajući porast novčane mase, učinak deficita na porast kamatnih stopa i cijena bit će manji (Tanzi i Fanizza, 1995).

---

<sup>13</sup> Postoji, naime, hipoteza o superneutralnosti novca, koja se sastoji u tvrdnji o nepromjenjivosti kretanja količine kapitala i potrošnje kod promjena monetarnog rasta i cjenovne inflacije (Halliassos i Tobin, 1990). S druge strane, može se ustvrditi da postoji negativna veza između inflacije i stopa rasta, budući da inflacija uzrokuje niz troškova koji umanjuju učinkovitost funkcioniranja gospodarstva, a time i ukupno blagostanje (Tanzi i Zee, 1997).

Financiranje posuđivanjem u zemlji dovodi do smanjenja kreditiranja ostalih sektora (bilo uslijed viših kamatnih stopa bilo, ukoliko su one fiksne, putem realokacije kredita ili financijske represije), a time i do istiskivanja privatnih investicija i potrošnje. Posuđivanje u inozemstvu uzrokuje deficit na tekućem računu i aprecijaciju realnog tečaja, te dovodi do krize bilance plaćanja i vanjske dužničke krize (Easterly i Schmidt-Hebbel, 1994).

Nepovoljni učinci bio kojeg načina financiranja deficita postaju ozbiljna prijetnja stabilnosti, a time i gospodarskom rastu u trenutku kada fiskalni deficit prijede granicu održivosti. Osnovni je zadatak kreatora ekonomske politike i njihovih ekonomskih savjetnika, stoga, utvrditi granicu održivosti fiskalnog deficita i javnog duga.

## 5.5. ZAKLJUČAK TEORIJSKIH I EMPIRIJSKIH SAZNAJNA

Sama priroda fiskalnog deficita kao rezidualne veličine, kao i mogućnost da se on financira zaduživanjem i/ili emisijom novca, ne dozvoljava da se uspostavi čvrsta veza između fiskalnog deficita i rasta, kao niti između deficita i većine realnih makroekonomskih veličina. Iako su ekonomisti uložili velik napor da deficitu pridaju svojstvo pozitivne, negativne ili neutralne pojave, u tome nisu imali velikog uspjeha. Mnoštvo teorijskih radova i provedenih empirijskih istraživanja ipak može pomoći da donesemo određene vrijednosne sudove. Zanimljivo je da su ti sudovi vrlo slični klasičnim stavovima o fiskalnom deficitu i javnom dugu kao kumulativu te veličine. Tako možemo zaključiti da fiskalni deficit može biti opravdan (iako ne i poželjan) u okolnostima izuzetnih potreba za javnim izdacima, kao i da deficit treba pretrpiti kada se porezni prihodi privremeno smanje. Isto tako, zaključujemo da deficit može poslužiti u svrhe stabilizacije, tj. kao instrument kontrakcične konjunkturke politike. S druge strane, kao mjera razvojne politike deficit je neuspješan, štoviše, deficitarno financiranje može usporiti gospodarski rast.

Isto tako, zaključujemo da niti javni dug ne može biti instrument poticanja rasta, mada se može navesti impresivan broj razvijenih industrijskih zemalja s vrlo visokim udjelom duga u BDP-u. Ukoliko se ipak pokaže potreba za financiranjem javnih izdataka dugom, nositelji ekonomske politike pri uzimanju zajmova trebaju prosuditi može li gospodarstvo, u dugom roku podnijeti teret otplate duga. Nadalje, fiskalnu politiku tada treba usklađivati s monetarnom politikom ne dozvoljavajući pretjeran porast kamatnjaka, te valja nastojati da se uzeti zajmovi iskoriste za projekte s izrazitim razvojnim djelovanjem. U svim je ostalim slučajevima politika deficitarnog financiranja i zaduživanja faktor

rizika koji može ugroziti sadašnje i buduće funkcioniranje gospodarstva i njegov rast.

## 5.6. IMPLIKACIJE ZA EKONOMSKU POLITIKU REPUBLIKE HRVATSKE

U posljednjih pet fiskalnih godina, od 1994. do 1998., u Republici Hrvatskoj nije postojala značajnija fiskalna neravnoteža. Kao što je pokazano u tablici 5.1., fiskalni je deficit konsolidirane središnje države varirao između 1,6 i -1,3% BDP-a. Čak i maksimalna razina fiskalnog deficita ostvarena u 1997. u iznosu od -1,3% BDP-a može se smatrati vrlo niskom i bezopasnom. Javni je dug također bio razmjerno nizak, te je godine 1995. iznosio 27,7% BDP-a, godine 1996. 28,8% BDP-a, a 1997. 27,3% BDP-a.

Tablica 5.1.  
JAVNI SEKTOR REPUBLIKE HRVATSKE, 1994. - 1998.

	ostvarenje proračuna 1994.		ostvarenje proračuna 1995.		ostvarenje proračuna 1996.		ostvarenje proračuna 1997.		rebalans proračuna 1998.	
	mil. HRK	% BDP-a	mil. HRK	% BDP-a	mil. HRK	% BDP-a	mil. HRK	% BDP-a	mil. HRK	% BDP-a
Središnja država										
Ukupni prihodi	23143	26,2	27981	28,4	31367	29,2	33846	28,4	44596	33,7
Ukupni rashodi	22599	25,6	28696	29,2	31502	29,4	35006	29,4	44596	33,7
Ukupni manjak/višak	-544	0,6	-715	-0,7	-134	-0,1	-1160	-1,0	0	0
Konsolidirana središnja država										
Ukupni prihodi	36882	41,7	43283	44,0	48397	45,1	53345	44,8	64422	48,7
Ukupni rashodi	35469	40,1	44166	44,9	48874	45,6	54932	46,1	65004	49,1
Ukupni manjak/višak	1413	1,6	-883	-0,9	-477	-0,4	-1587	-1,3	-581	-0,4
Konsolidirana opća država										
Ukupni prihodi	40194	45,6	47440	48,2	54385	50,7	-	-	-	-
Ukupni rashodi	38598	43,6	48140	48,9	54784	51,1	-	-	-	-
Ukupni manjak/višak	1596	1,8	-700	-0,7	-399	-0,4	-	-	-	-

Izvor: Ministarstvo financija RH

Javni sektor, prema tome, nije gospodarstvo dovodio u neravnotežu, i nije bio generator pojava povezanih s financiranjem deficita, inflacije, porasta kamatnih stopa, aprecijacije domaće valute, i neugodnih posljedica ovih pojava. Ovo je razdoblje fiskalne ravnoteže uslijedilo nakon fiskalne konsolidacije koja je činila dio stabilizacijskog programa uvedenog u drugoj polovici 1993. Ta se konsolidacija temeljila na čitavom nizu mjera - od sveobuhvatne porezne reforme, preko uspostave učinkovite porezne administracije i stroge financijske

discipline, do uvođenja većeg reda u javnoj potrošnji, te uređivanja sustava fiskalnih računa. Zahvaljujući uspješnosti fiskalne reforme, Republika Hrvatska je dobila zadovoljavajući kreditni rejting, što je omogućilo dobivanje inozemnih kredita uz prilično niske kamatne stope. Ponderirana kamatna stopa na javni dug 1998. iznosila je 5,4%<sup>14</sup>, što uz gospodarski rast od 6-7% u posljednjih nekoliko godina čini fiskalnu politiku održivom<sup>15</sup>. Fiskalnom su konsolidacijom, dakle, uklonjeni inflacijski pritisci koji su do tada uzrokovali znatne poremećaje u gospodarstvu te ostvarena veća transparentnost djelovanja javnog sektora. Ta je konsolidacija istodobno, međutim, značila uravnoteženje državnih prihoda i rashoda na vrlo visokoj i rastućoj razini.

Može se zaključiti da u Republici Hrvatskoj danas ne postoji problem deficitnog financiranja države, ne postoji problem neodrživosti fiskalne politike, pa nije moguće niti da deficit i javni dug negativno djeluju na gospodarski rast. S druge strane, postoji izraziti problem velikog državnog sektora s razgrananim područjem djelovanja, te problem visokog poreznog opterećenja. Visoko porezno opterećenje može se smatrati jednim od mogućih uzročnika niske razine privatnih investicija, nedovoljnog priljeva direktnih stranih investicija, sve veće stopa nezaposlenosti, pada inozemne konkurentnosti domaće proizvodnje što se odražava na porast deficita robne razmjene s inozemstvom, odnosno čitavog niza problema prisutnih u hrvatskom gospodarstvu danas. U takvoj se situaciji mogu dogoditi povećani pritisci na državu da poduzme mjere poreznog rasterećenja. Nasuprot tome, niti postojeća birokracija, niti vrlo velik broj korisnika socijalne pomoći i raznih povlastica dobivenih od države u posljednjim godinama, niti velik dio gospodarstva koji svoju aktivnost direktno naslanja na državu, ne bi bio sklon da se mjere restrikcije prenesu i na rashodnu stranu proračuna. Takav bi slijed događaja vrlo lako mogao dovesti do nastanka i rasta fiskalnog deficita.

Izložena razmatranja o mogućim posljedicama deficitarnog financiranja, iako za ekonomsku politiku ne daju dovoljno jasne i jednoznačne upute, ipak ukazuju na potencijalne opasnosti provedbe "labave" fiskalne politike:

1. Kao što je pokazano, fiskalni deficit uglavnom dovodi do pada nacionalne štednje. U Republici Hrvatskoj privatna je štednja danas

---

<sup>14</sup> Vlastita procjena.

<sup>15</sup> Prema široko prihvaćenom stajalištu, fiskalna je politika održiva ako je kamatna stopa na državni dug manja od stope gospodarskog rasta, čak i ako država ulazi u primarni deficit.

relativno niska, a granična sklonost potrošnji visoka. Visoka granična sklonost potrošnji hrvatskog pučanstva zasigurno ne bi dozvoljavala kompenzaciju javne štednje privatnom. To znači da bi negativna štednja javnog sektora umanjila ukupnu nacionalnu štednju kada je ona ionako niska, što bi moglo usporiti ili suzbiti gospodarski rast.

2. Pad nacionalne štednje zbog nastanka deficita ima, kao što tvrdi teorija, dvije neposredne posljedice, pad investicija i/ili pad neto izvoza. Oba ta učinka jednako su nepoželjna u hrvatskoj gospodarskoj današnjici. Nužnost gospodarskog oporavka i nadoknađivanja rasta izgubljenog u godinama rata i poratnog razdoblja zahtijeva što veću razinu investicija. Stoga bi svako "istiskivanje" investicija imalo izrazito nepovoljne posljedice. Jednako tako, hrvatsko bi gospodarstvo teško podnijelo i pad neto izvoza. S jedne strane, visoki i rastući deficit u robnoj razmjeni s inozemstvom već danas prelazi granice održivosti, a s druge strane, problemi u bilanci plaćanja mogli bi rezultirati nemogućnošću bilo kakvog uvoza, pa tako i uvoza investicijskih dobara neophodnih za gospodarski zamah.
3. Deficit bi mogao imati nepoželjne posljedice bez obzira na to koji bi mehanizam pokrenuo - bilo mehanizam porasta kamatnih stopa, bilo mehanizam aprecijacije domaće valute. Već danas vrlo visoke kamatne stope stvaraju prepreku realizaciji investicijskih projekata, a velik dio gospodarskih subjekata smatra postojeći tečaj osnovnim uzrokom njihove slabe izvozne konkurentnosti.
4. Fiskalni bi se deficit mogao nepovoljno odraziti na gospodarsku stabilnost, a time i na gospodarski rast bilo da se financira zaduživanjem, bilo da se financira inflatorno. Republika Hrvatske iza sebe ima iskustvo inflatornog financiranja javnog sektora koje je uzrokovalo nered i netransparentnost u financijskim transakcijama, neželjenu redistribuciju dohotka na štetu vjerovnika i štediša, pad realnih poreznih prihoda uslijed djelovanja Olivera-Tanzi efekta, te niz drugih posljedica visoke inflacije čiji je rezultat bila gospodarska stagnacija. To je put kojim vjerojatno nitko ne bi želio ponovno krenuti. Ako bi pak država nastojala deficit financirati zaduživanjem u inozemstvu, tada bi postojala opasnost od daljnjeg pogoršanja kreditnog rejtinga. Ono bi poskupilo zaduživanje i povećalo teret otplate duga. Porasli teret otplate duga značio bi potrebu usmjeravanja sve većeg dijela proračunskih sredstava u vraćanje kamata, dok bi sve



manje sredstava preostalo za investicije, transfere, plaće javnog sektora i dr. Zbog neelastičnosti ovih rashoda prema dolje istodobno bi porasla i potreba za novim porastom poreznog opterećenja ili novim zaduživanjem. Porast zaduživanja države u inozemstvu umanjilo bi, također, i šanse ostalih dijelova gospodarstva da se zaduže u inozemstvu, a da se istodobno ne naruši devizna likvidnost zemlje. Zaduživanje države u zemlji koje bi preostalo kao, možda najbolji način financiranja deficita, zasigurno ne bi bilo moguće u zadovoljavajućoj mjeri. Potražnja za državnim obveznicama morala bi se popratiti atraktivnim poreznim olakšicama, što bi dovelo u pitanje konačan fiskalni efekt zaduživanja.

Kao što govore teorijska i empirijska istraživanja, konačni intenzitet, pa i smjer učinaka fiskalnog deficita i javnog duga ovise o okolnostima u kojima se gospodarstvo nalazi. Isto tako, učinci ovise o trajanju deficita, o njegovoj kompoziciji, o načinu financiranja deficita i drugim čimbenicima. Stoga je djelovanje fiskalnog deficita i javnog duga na gospodarski rast teško unaprijed predvidjeti. No, i iskustva i teorija otkrivaju mnoštvo razloga za maksimalnu suzdržanost države u pogledu deficitarnog financiranja.

U Republici Hrvatskoj fiskalna razboritost, koja svoj odraz nalazi u proračunskoj ravnoteži, i dalje je jedini dopustivi izbor. Ranija iskustva s jedne, i nužnost brzog rasta s druge strane pokazuju da ulazak u rizik deficitarnog financiranja za Republiku Hrvatsku uopće ne postoji kao opcija niti pri odabiru mjera poticanja konjunkturnog poleta, ili ostvarivanja bilo koje drugog cilja.

Jedina zamisliva alternativa današnjoj fiskalnoj ravnoteži u Republici Hrvatskoj jest smanjenje poreznog opterećenja uz istodobno smanjenje javnih rashoda. Drugim riječima, bilo bi moguće, pa i poželjno fiskalno uravnoteženje na nižoj razini, kako bi se gospodarstvo oslobodilo dijela prisilnih davanja, te da bi se smanjila uloga države u gospodarstvu.

## Literatura

Alesina, Alberto i Roberto Perotti, 1997, "Fiscal Adjustments in OECD Countries: Composition and Macroeconomic Effects", **IMF Staff Papers**, 44(2), str. 210-248.

Alesina, Alberto i Roberto Perotti, 1995, "Fiscal Expansions and Adjustments in OECD Countries", **Economic Policy**, 21, str. 205-248.

Alesina, Alberto, Roberto Perotti i José Tavares, 1998, "The Political Economy of Fiscal Adjustments", **Brookings Papers on Economic Activity**, 1, str. 197-248.

Ball, Laurence i N. Gregory Mankiw, 1995, "What Do Budget Deficits Do?", u: **Budget Deficits and Debt: Issues and Options**, A Symposium Sponsored By The Federal Reserve Bank of Kansas City, str. 95 - 119.

Barro, Robert J., 1974, "Are Government Bonds Net Wealth?", **Journal of Public Economics**, 82(6), str. 1095-1117.

Barro, Robert J. i Vittorio Grilli, 1994, **European Macroeconomics**, Hampshire; London: The Macmillan Press.

Bernheim, Douglas B., 1989, "A Neoclassical Perspective on Budget Deficit", **Journal of Economic Perspectives**, 3(2), str. 55-73.

Boskin, Michael, 1987, "Deficits, Public Debt, Interest Rates and Private Saving: Perspectives and Reflections on Recent Analysis and on US Experience", u: Boskin, M. J., J.S. Flemming i S. Gorini, ured., **Private Saving and Public Debt**, Oxford: Basil Blackwell, str. 255-285.

Buchanan, James, 1987, "Public Debt", u: Newman P., Milgate M. i Eatwell I. (ured.) **The New Palgrave Dictionary of Modern Economics**, London; New York; Tokyo: The Macmillan Press, str. 1044-1057.

Buiter, Willem H., 1985, "A Guide to Public Sector Debt and Deficits", **Economic Policy**, 1, str. 13-81.

Congdon, Tim G., 1987, "The Link between Budget Deficits and Inflation: Some Contrasts between Developed and Developing Countries", u: Boskin, M. J., J.S. Flemming i S. Gorini, ured., **Private Saving and Public Debt**, Oxford; Basil Blackwell, str. 72-91.

Dornbusch, Rudiger, 1991, "Experiences with Extreme Monetary Instability", u: Commander, Simon, ured., **Managing Inflation in Socialist Economies in Transition**, Washington D.C.: World Bank, Economic Development Institute Seminar Series, str. 175-196.

Dwyer, Gerald P. jr., 1985, "Federal Deficits, Interest Rates and Monetary Policy", **Journal of Money, Credit and Banking**, 17(4), str. 655-690.

Easterly, William i Klaus Schmidt-Hebbel, 1994, "Fiscal Adjustment and Macroeconomic Performance: A Synthesis", u: Easterly, W., C. A. Rodríguez i K. Schmidt-Hebbel, ured., **Public Sector Deficits and Macroeconomic Performance**, Oxford i New York: Oxford University Press, str. 15-78.

Eichengreen, Barry, 1998, "Comments and Discussions", komentar na: Alesina, Alberto, Roberto Perotti i José Tavares, 1998, "The Political Economy of Fiscal Adjustments", **Brookings Papers on Economic Activity**, 1, str. 255-260.

Eisner, Robert, 1989, "Budget Deficits: Rhetoric and Reality", **Journal of Economic Perspectives**, 3(2), str. 73-93.

Eisner, Robert i Paul Pieper, 1988, "Rejoinder", **Journal of Post Keynesian Economics**, 11(1), str. 161-168.

Eisner, Robert i Paul Pieper, 1992, "Real Deficits and Real Growth: A Further View", **Journal of Post Keynesian Economics**, 15(1), str. 43-49.

Gilles, Saint-Paul, 1994, "La dette publique comme moteur du développement financier", **Revue Economique**, 45(3), str. 767-773.

Gramlich, Edward M., 1989, "Budget Deficits and National Saving: Are Politicians Exogenous?", **Journal of Economic Perspectives**, 3(2), str. 22-34.

Guidotti, Pablo E. i Mamohan S. Kumar, 1991, "Domestic Public Debt of Externally Indebted Countries", **IMF Occasional Paper**, 80, Washington D.C.: IMF.

Haliassos, M. i James Tobin, 1990, "The Macroeconomics of Government Finance", u: B. M. Friedman i F. H. Hahn, ured., **Handbook of Monetary Economics**, Amsterdam: Elsevier Science Publishers B.V., str. 890-959.

IMF Institute, 1993, "Fiscal Policy for Stabilization and Adjustment: Macroeconomic and Financial Policies", **Selected Readings**, II, Washington D.C.: IMF.

Ize, Alain, 1993, "Measurement of Fiscal Performance in IMF-Supported Programs: Some Methodological Issues", u: Blejer, M.O. i A. Cheasty, ured., **How to Measure Fiscal Deficit: Analytical and Methodological Issues**, Washington D.C.: IMF, str. 52-85.

McDermott, John C. i Robert F. Wescott, 1996, "An Empirical Analysis of Fiscal Adjustments", **IMF Staff Papers**, 43(4), str. 725-753.

Musgrave, Richard A., 1985, "A Brief History of Fiscal Doctrine", u: Auerbach, A.J. i M. Feldstein, ured., **Handbook of Public Economics**, Amsterdam: Elsevier Science Publishers B.V., str. 1-61.

O'Driscoll, Gerald P. Jr., 1977, "The Ricardian Nonequivalence Theorem", **Journal of Political Economy**, 85(1), str. 207-210.

Sachs, Jeffrey i Felipe Larrain, 1993, **Macroeconomics in Global Economy**, Harvester, Wheatsheaf.

Sargent, Thomas J. i Neil Wallace, 1981, "Some Unpleasant Monetarist Arithmetics", **Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review**, jesen, str. 1-17.

Spaventa, Luigi, 1987, "The Growth of the Public Debt, Sustainability, Fiscal Rules and Monetary Rules", **IMF Staff Papers**, 34(2), str. 374-399.

Tanzi, Vito, 1978, "Inflation, Real Tax Revenue and the Case for Inflationary Finance: Theory with an Application to Argentina", **IMF Staff Papers**, 25(3), str. 417-451.

Tanzi, Vito, 1995, "Government Role and the Efficiency of Policy Instruments", **IMF Working Paper**, br.100, Washington D.C.: IMF.

Tanzi, Vito i Domenico Fanizza, 1995, "Fiscal Deficit and Public Debt in Industrial Countries, 1970-1994", **IMF Working Paper**, br. 49, Washington D.C.: IMF.

Tanzi, Vito i Howell H. Zee, 1997, "Fiscal Policy and Long-Run Growth", **IMF Staff Papers**, 44(2), str. 179-209.