

Dr Boris Begović\*

Abbas, S. Ali, Alex Pienkowski, Kenneth Rogoff, eds. 2020.  
*Sovereign Debt: A Guide for Economists and Practitioners*. Oxford:  
Oxford University Press, 436.

Zbornik radova čiji prikaz sledi posvećen je jednom od najsloženijih fenomena kojim se bavi ekonomska nauka i jednim od najrelevantnijih pitanja ekonomske politike bilo koje zemlje – pitanju državnog (suverenog) duga. No, toj temi dosad je bio posvećen veliki broj radova, članaka i knjiga, koji su ponudili manje ili više uverljive odgovore na pitanja u vezi sa tim fenomenom – koji su to motivi zaduživanja i pokretači akumulacije državnog duga, kako oceniti njegovu održivost, kako upravljati državnim dugom, kako i zbog čega države bankrotiraju i tako dalje. Stoga se postavlja pitanje: šta je doprinos ovog zbornika? U jednoj rečenici – to što je, na jednom mestu, na ograničenom prostoru, jeziku razumljivom i onima koji nisu ekonomski ili pravni specijalisti za ovu oblast, bez obzira na to da li su istraživači ili praktičari, ovaj zbornik ponudio pregled najznačajniji raspoloživih odgovora na najbitnija pitanja državnog duga.

Devet znalački odabranih tema obrađeno je u devet razborito poređanih poglavlja.<sup>1</sup> Prvo je, sasvim očekivano, posvećeno istoriji državnog duga. Prati se viševekovna tendencija porasta državnog duga uporedo sa porastom ekonomskih funkcija države. Dok je nekad njena osnovna funkcija bila vođenje ratova, uglavnom za slavu i bogatstvo vladara, država vremenom počinje da pruža sve više i više javnih dobara, sve je više ulaganja u infrastrukturu, pa je sve veća verovatnoća nastanka fiskalnog deficita, koji se finansira zaduživanjem. Zanimljiva je analiza mehanizama umanjivanja, odnosno gomilanja državnog duga, merenog stepenom zaduženosti zemlje (iznos duga u odnosu na nivo bruto domaćeg proizvoda

---

\* Redovni profesor Pravnog fakulteta Univerziteta u Beogradu, [begovic@ius.bg.ac.rs](mailto:begovic@ius.bg.ac.rs).

<sup>1</sup> Svako poglavlje je delo najmanje tri koautora. Ukupno je 34 autora učestvovalo u pisanju poglavlja. Budući da bi pominjanje imena svakog od njih uzelo izuzetno mnogo prostora, nijedno ime autora, ma koliko bilo proslavljeno u ekonomskoj nauci, ne pojavljuje se u ovom prikazu.

– BDP). U XIX veku se zaduženost država (na primeru tri zemlje, SAD, Velike Britanije i Francuske) umanjivala velikim primarnim suficitom (posledica fiskalne konsolidacije), pri čemu je negativna razlika između stopa privrednog rasta i realnih kamatnih stopa usporavala to umanjjenje, budući da je znatan deo primarnog suficita odlazio na plaćanje kamate. Nasuprot tome, dve velike epizode umanjjenja državnog duga (posle oba svetska rata) pokazuju da se ono zasnivalo na podjednakom (posle I svetskog rata) ili nešto manjem (posle II svetskog rata) doprinosu primarnog fiskalnog suficita u odnosu na doprinos pozitivne razlike između stopa privrednog rasta i realnih kamatnih stopa. Vredna informacija za one koji danas tvrde da se zaduženost zemlje može umanjiti bez fiskalne konsolidacije (uz opstajanje primarnog fiskalnog deficita), samo stopama privrednog rasta većim od realnih kamatnih stopa.

Zanimljivo je i poređenje dve epizode gomilanja državnog duga u poslednjih stotina godina: Velike depresije (1928–1933) i Velike recesije (2007–2013). Dok se u prvom slučaju zaduženost povećala isključivo usled negativne razlike između stopa privrednog rasta i realnih kamatnih stopa, uz primarni suficit koji je usporavao rast duga u odnosu na BDP, u slučaju nedavne svetske recesije, primarni fiskalni deficit je 2,6 puta više doprineo gomilanju državnog duga nego negativne razlike između stopa privrednog rasta i realnih kamatnih stopa. Potonji mehanizam gomilanja državnog duga svedoči o brzini reakcije makroekonomske politike na finansijski krah iz 2008. godine: urgentno započinjanje deficitarnog finansiranja budžeta, kako bi se upravljalo agregatnom tražnjom, i obaranje kamatnih stopa, kako bi se pospešile investicije. Lekcije iz doba Velike depresije su, očigledno, dobro naučene.

Drugo poglavlje donosi detaljno razmatranje pitanja šta sve čini državni dug i kakva je njegova struktura. Iako su, pod okriljem Međunarodnog monetarnog fonda (MMF), uspostavljene međunarodne konvencije o tome koje to sve obaveze države ulaze u njen dug, pokazalo se da, zavisno od analitičke odluke kako se obračunava državni dug, on može znatno da varira. Primera radi, državni dug SAD (analitički) varira između 20 i 75 triliona američkih dolara. Autori tu celu raspravu s pravom smeštaju u okvir bilansa stanja države sa, naravno, dve strane – aktivom i pasivom – to jest svim njenim potraživanjima i obavezama. Autori navode da u obaveze države (pasivu) spadaju i one obaveze koje, striktno posmatrano, ne čine državni dug, poput još neisplaćenih penzija, obaveza koje tek mogu da nastanu, državnih garancija koje mogu biti aktivirane ili obaveza u pogledu garantovanih depozita u bankama, pa sve do zanimljivog pitanja da li količina novca u opticaju predstavlja državni dug.<sup>2</sup>

<sup>2</sup> Striktno posmatrano, svaka novčanica predstavlja ispravu o dugu koju u ime države izdaje centralna banka, pa se, kao deo nasleđa zlatnog standarda, novčana masa može smatrati obavezom države. Puni smisao takvog poimanja novca, navode autori, do-

Bilans stanja države ne bi bio potpun bez njene aktive – imovine koju država poseduje (uključujući potraživanja), koja omogućava da se izvršavaju obaveze i tek se sa tim delom bilansa stanja stiče informacija o neto obavezama države. To konceptualno razmatranje prati i obilje informacija o strukturi državnog duga po zemljama, odnosno po grupama zemalja: bogatih, siromašnih i onima između. A struktura se iskazuje u odnosu na finansijske instrumente (obveznice ili krediti), ročnost dospeća (dugoročni ili kratkoročni), izvore sredstava (domaći ili strani dug) i valute obaveze (nacionalnu ili stranu). Pravilo je, što se strukture duga tiče, da nema pravila – gotovo da se može zaključiti da su razlike između zemalja u tom pogledu stohastičke prirode.

Zašto države pozajmljuju finansijska sredstva, zašto sebe opterećuju dugom – kratko je pitanje sa dugačkim i složenim odgovorom. Tautologija zbog finansiranja fiskalnog deficita tu mnogo ne pomaže. To se jasno vidi iz trećeg poglavlja knjige, u kojem se motivi država, preciznije motivi onih koji vode države, da se zadužuju dele na dve velike grupe: na dobre i loše. U prve spada izravnavanje poreskog opterećenja obveznika u uslovima u kojima se menjaju nivoi javnih rashoda. Razmatranje je potpuno u skladu sa koncepcijom rikardijanske jednakosti i njenim nalazom da će se današnji fiskalni deficit neminovno finansirati budućim suficitom. Autori smatraju da u dobre motive spada i kejnsovsko upravljanje agregatnom tražnjom, budući da budžetski deficit i uvećanje javne potrošnje predstavljaju fiskalni podstrek i osnovnu kontracikličnu meru ekonomske politike u uslovima recesije. No, autori ukazuju na one političke činioce koji, usled nepopularnosti smanjivanja javne potrošnje i uvećanja poreza, otežavaju formiranje fiskalnog suficita posle recesije, što izaziva gomilanje državnog duga posle epizoda kontracikličnih fiskalnih politika. U dobre motive zaduživanja spadaju i dugoročne investicije u fizičku infrastrukturu, i ne samo fizičku, i u ljudski kapital, što omogućava održivo uvećanje stope privrednog rasta zadužene zemlje. Konačno, pojava državnih dužničkih hartija od vrednosti, kao finansijskih instrumenata niskog kreditnog rizika, važna je za razvoj tržišta kapitala u zemljama u kojima ono nije duboko, pa time i razvoja celokupnog finansijskog sektora u njima.

Nasuprot dobrim motivima za zaduživanje država, postoje, sasvim očekivano, i loši. To su, navode autori, oni koji dovode do prekomernog zaduživanja i do krize državnog duga kao moguće posledice. Prvi od njih povezan je sa političkim budžetskim ciklusom, empirijski potvrđenom regularnošću da vlast, neposredno pre izbora, želeći da bude reizabrana, umanjuje poreze i uvećava javnu potrošnju, i to tekuću potrošnju, ne

---

bija se tek uvođenjem u analizu koncepcije (odavno napuštenog) zlatnog standarda, u kome je postojala adekvatna zlatna podloga, kao imovina države na strani aktive njenog bilansa stanja.

investicije. Da bi takva politika dala izborne rezultate, biračko telo treba da pati od tzv. fiskalne iluzije, zablude da fiskalni deficit može dovoljno dugo da traje. Ta empirijski potvrđena iluzija pojačava se kejnsovskim pristupom upravljanju agregatnom tražnjom, u kome se veliki fiskalni deficiti koji se (opravdano) stvaraju tokom recesije ne kompenzuju fiskalnim suficitima posle nje, odnosno uvećanim porezima, već se refinansiraju, te se obaveza vraćanja duga pomera u budućnost. Time se dolazi do drugog lošeg motiva zaduživanja, koji autori vide u međugeneracijskoj preraspodeli, tako što prekomernu potrošnju sadašnje generacije, veću od njenog budžetskog ograničenja, to jest od raspoloživog dohotka, snose buduće. Dok pojedinci koji žele da uvećaju potrošnju svog potomstva, to jest koji žele (usmerenu) međugeneracijsku preraspodelu u suprotnom smeru, to lako mogu da ostvare privatnim sredstvima, nasledno pravo se bavi upravo tim mehanizmima, preraspodela u korist sadašnje generacije na račun budućih ostvaruje se državnim dugom – mi danas trošimo više nego što imamo, a vi to sutra plaćate. Kada se tome pridoda politička ekonomija donošenja fiskalnih odluka, u kojoj su obično veoma jake i dobro organizovane one interesne grupe koje naročito dobijaju određenim programima javne potrošnje, izvesno je da raste sklonost država ka fiskalnim deficitima, pa time i gomilanju duga.

No, napominju autori, visoki državni dug, nezavisno od načina na koji je nastao, ima nepoželjno dejstvo na privredni rast. Reč je o tome da takav dug umanjuje prostor za kontracikličnu ekonomsku politiku u periodu recesije, istiskuje privatne investicije budući da treba servisirati nastale obaveze prema poveriocima, i stvara očekivanja o sve većem budućem oporezivanju prinosa, što obeshrabruje investitore da preduzimaju poslovne poduhvate. Umesto da se štednja domaćinstva sliva u investicije, ona nepovratno odlazi u servisiranje dužničkih obaveza.<sup>3</sup>

Četvrto poglavlje knjige posvećeno je koncepciji održivosti duga i počinje jednostavnim pitanjem: zbog čega Japan „prkosi sili Zemljine teže“ sa državnim dugom koji iznosi oko 200 odsto BDP, dok je Ukrajina bankrotirala zbog državnog duga od 30 odsto 1998. godine? Teško da može da se nađe bolji primer da se opiše da za razmatranje državnog duga nije važno samo koliki je dug nego, naročito, da li je održiv. Autori koriste standardnu MMF-ovu definiciju održivosti, prema kojoj je državni dug održiv ukoliko je velika verovatnoća da će država biti solventna, to jest da će moći da ispuni sve svoje sadašnje i buduće obaveze bez pribegavanja neostvarljivim ili nepoželjnim ekonomskim politikama. Dakle, koncepcija održivosti neminovno je okrenuta budućnosti. A budućnost je neizvesna, tako da je ocena održivosti zasnovana na predviđanju

<sup>3</sup> To su osnovni nalazi do kojih su došli Rajnhart i Rogoff (Reinhart, Roggoff 2010). Iako je u vreme kada se pojavio ovaj članak bio predmet kontroverze, istraživanja tokom protekle decenije potvrdila su, smatraju autori, osnovne nalaze iznesene u ovom radu.

budućnosti, a ne na čvrstim činjenicama o sadašnjosti. Zanimljivo je da autori pokreću pitanje zbog se čega pojedine države odlučuju da proglaše bankrot iako je njihov dug održiv.<sup>4</sup> Očigledan razlog za bankrot je to što na taj način uvećavaju svoju neto aktivu – aktiva ostaje ista, dok se pasiva, načelno posmatrano, umanjuje.<sup>5</sup> Ipak, postoje snažni razlozi zbog kojih države to ne čine, odnosno zbog čega su državni bankroti sve ređi: isključivanje sa tržišta kapitala, što znači da više ne postoji mogućnost fiskalnog deficita, uz pogoršanje reputacije na tom tržištu što će, u perspektivi, kada se prevaziđe isključenje, značiti više kamatne stope koje će zahtevati poverioci. Nadalje, poveriocima, naročito velikim, stoje na raspolaganju određena, nimalo prijatna, pravna sredstva protiv onih koji ne ispunjavaju svoje dužničke obaveze. Na sve to se povećava pritisak tzv. lešinarskih fondova, koji na sekundarnim tržištima obveznica po batatelnoj ceni kupuju obveznice države koja je proglasila bankrot, pa onda stvaraju snažan pritisak da te obveznice naplate po njihovoj nominalnoj vrednosti, što je bolno iskusila Argentina posle bankrota 2001. godine. Konačno, državni bankrot, navode autori, izaziva duboki poremećaj domaćeg finansijskog sistema. Zaista uverljivi razlozi za državu da izbegne bankrot.<sup>6</sup>

Sa održivošću državnog duga neposredno je povezano upravljanje tim dugom, obrađeno u petom poglavlju zbornika, koje je ipak više namenjeno praktičarima nego akademskim istraživačima fenomena državnog duga. Obraduju se pitanja ciljeva upravljanja državnim dugom, osnovnih rizika kojima treba upravljati, različitog načina upravljanja domaćim i stranim dugom, razvoja domaćeg tržišta državnih obveznica i, konačno, nešto što nije samo praktično pitanje – pitanje institucionalnog okvira u kojem se upravlja dugom. Čitalac bez pretenzija da bude praktičar u oblasti upravljanja državnim dugom ipak žurno prelazi na sledeće poglavlje.

To, šesto poglavlje posvećeno je pitanju načina umanjenja državnog duga (uvek merenog kao iznos državnog duga u odnosu na nivo BDP-a) koji ne podrazumevaju proglašavanje bankrota. Postoje tri osnovna načina takvog umanjenja, navode autori. Prvi je fiskalna konsolidacija, skup aktivnosti kojima se eliminiše fiskalni deficit i stvara suficit kojim se finansira umanjenje duga. Autori pokreću relevantna pitanja fiskalne

---

<sup>4</sup> Time slede u ekonomskoj nauci široko prihvaćeni pristup (Eaton, Gersovitz 1981) da se svaka država (čiji je državni dug održiv), odnosno njena vlada, nalazi pred strateškom odlukom da li da bankrotira ili ne.

<sup>5</sup> Za razliku od privrednih društava, za bilans stanja država ne važi bezuslovna jednakost aktive i pasive bilansa stanja.

<sup>6</sup> Takvu sveobuhvatnu analizu treba uporediti sa neargumentovanim i neuverljivim, navodno politekonomskim objašnjenjem da je umanjenje frekvencija državnih bankrota u savremenom svetu posledica koalicije između bogatih društvenih slojeva u zemljama poveriocima i bogatih slojeva u zemljama dužnicima, koje se nedavno pojavilo u sociološkoj literaturi (Ross 2019).

konsolidacije, počev od njenog iznosa, preko brzine i trajanja, da bi se na kraju pažnja posvetila metodima te konsolidacije: da li se fiskalna konsolidacije izvodi smanjenjem rashoda ili povećanjem prihoda? Začudo, autori su ocenu dejstva metoda fiskalne konsolidacije na stopu privrednog rasta ostavili otvorenom, iako se nedavno pojavilo sveobuhvatno istraživanje kojim se nedvosmisleno pokazuje superiornost konsolidacije zasnovane na smanjenju rashoda.<sup>7</sup> Drugi način umanjavanja državnog duga je ubrzani rast BDP-a, budući da se zaduženost zemlje obara rastom imenioca u razlomku kojim se ona meri, a i uvećava se poreska osnovica, što uzrokuje rast poreskih prihoda i umanjjenje fiskalnog deficita. Da bi prvi mehanizam mogao da dâ rezultat, stopa privrednog rasta treba da bude viša od realne kamatne stope, budući da onda imenilac (BDP) raste brže od brojioca (apsolutnog iznosa duga). Autori razmatraju nekoliko strategija ubrzanja privrednog rasta, ali ne pokreću, a još manje odgovaraju na pitanje kako obezbediti rast u uslovima visoke zaduženosti, iako je u zborniku već napomenuto da visoki državni dug usporava privredni rast. Konačno, državni dug može da se umanja ekspanzivnom monetarnom politikom i inflacijom kao njenom posledicom. Veoma često inflacija i nastaje kao način da se finansira fiskalni deficit, u uslovima u kojima zaduživanje nije moguće. Dakle, inflacija umanjuje porast državnog duga. A ukoliko je državni dug u domaćoj valuti, inflacija obezbeđuje njegovo umanjjenje, preciznije, umanjjenje njegove realne vrednosti. No, autori napominju da inflacija generiše svoje troškove i da cena takvog načina umanjjenja duga može da bude prohibitivno visoka.

Kada ništa drugo ne pomaže, država proglašava bankrot. Upravo je tome – državnom bankrotu – posvećeno sedmo poglavlje knjige. Posle prilično mukotrpnog definisanja tog pojma, uz sve tehničke detalje i razjašnjenje odgovarajuće pravne i ekonomske terminologije, autori prelaze na razmatranje mogućnosti selektivnog proglašavanja bankrota (na primer, samo prema privatnim poveriocima ili samo prema domaćim poveriocima), a zatim se zalazi u pitanje da li je reč o čvrstom (jednostranom) bankrotu ili mekom (dogovorenom). Pominje se i situacija poricanja dužničkih obaveza u slučaju Lenjinove Rusije i Maove Kine, začudo bez pominjanja Hitlerove Nemačke, kao osnove državnog bankrota, da bi se na kraju razmotrila distinkcija između restrukturiranja i reprogramiranja duga kao kvantitativna razlika između većeg ili manjeg gubitka neto sadašnje vrednosti potraživanja prilikom bankrota – fenomen poznat kao

<sup>7</sup> Alesina, Favero i Đavaci (Alesina, Favero, Giavazzi 2019), vrednujući 170 slučajeva fiskalnih konsolidacija u zemljama OECD-a, izneli su empirijske dokaze da je fiskalna konsolidacija zasnovana na umanjjenju rashoda superiorna u odnosu na onu zasnovanu na uvećanju prihoda u pogledu dejstva na privredi rasta i ponudili uverljivo teorijsko obrazloženje te regularnosti. Tu knjigu je detaljno prikazao Begović (2019). Nažalost, u spisku literature koji prati ovo poglavlje zbornika koji se prikazuje navedena knjiga se ne pominje.

„šišanje“ poverilaca. To prate ne baš sadržajna analiza razloga državnog bankrota i razmatranje podsticaja državama da ne bankrotiraju, uglavnom ponavljanje onog što je već napisano u četvrtom poglavlju zbornika.

Svaki državni bankrot prati razrešenje odnosa dužnika i poverilaca, bez obzira na to koliko dugo traje proces njegovog pronalaženja. Tom razrešenju, pre svega procesu kojim se do njega dolazi, posvećeno je osmo poglavlje, zasnovano na uvidima o saniranju posledica državnih bankrota u poslednjih nekoliko decenija, uz mnoštvo studija slučajeva. Veoma poučno gradivo za one koji planiraju da proglase državni bankrot – da znaju šta ih čeka ili bar kakvu muku mogu da ostave svojim naslednicima na vlasti.

Poslednje, deveto poglavlje posvećeno je, kakav je i red, budućnosti i, savremenim rečnikom rečeno, izazovima koje ona donosi. Oni se zasnivaju na proceni najvažnijih kretanja i ishoda koji se na planu državnog duga mogu očekivati, i na strani dužnika, država kojima je potreban kapital, i na strani poverioca. Izneti su i predlozi mera koje bi mogle da ublaže rizike na finansijskim tržištima dostupnih vladama, odnosno da umanje verovatnoću državnih bankrota, kao i predlog načina za rešavanje kriza državnog druga, poput grčke krize, one koja je početkom druge decenije ovog veka iz temelja uzdrmala evropsku monetarnu uniju. Razmažen sveobuhvatnom, detaljnom i produbljenom analizom na prethodnim stranicama zbornika, čitalac je ipak, više očekivao od njegovog završnog poglavlja.

Ovaj zbornik je prava muzika za uši ozbiljnih čitalaca – onih koji ponešto poznaju pitanja državnog duga i koju žele da o njemu saznaju nešto više, da bolje razumeju taj fenomen, uzroke njegovog nastanka i posledice koje on stvara. A knjiga je izašla u pravo vreme – vreme u kojem se državnim dugovima sve više bave horde površnih ljudi, šarlatana bez ikakvih solidnih znanja iz ove oblasti, doduše i iz bilo koje druge, sa jednoznačnim, pojednostavljenim i uglavnom optužujućim odgovorima na sva pitanja. Sve se, naravno, svodi na teoriju zavere bogatih (država, pojedinaca, banaka...) da se upropaste siromašni.

Činjenica da je autor prikaza ovu knjigu čitao u vreme vrhunca (prvog talasa) pandemije COVID-19 otvara mogućnost za jednu paralelu. Tokom ove pandemije svako ko ima priključak na internet je, protiv svoje volje, dobio hiljade poruka od svih mogućih teoretičara zavere, uključujući i pojedine predsednike država, o poreklu korona virusa, ciljevima njegove proizvodnje i diseminacije, ali i o tome da ta zarazna bolest uopšte ne postoji, nego je sve to inscenirano (poput sletanja na Mesec, pretpostavljam), a ta predstava je napravljena kako bi nas sve prisilili da se vakcinišemo, budući da će u toj vakcini biti nanočipovi, koji će omogućiti onom koji je sve to osmislio da nam kontroliše misli ili bar ponašanje. Teorije zavere koje se bave državnim dugovima nisu toliko

životopisne, ali su podjednako utemeljenje u neznanju, zatucanosti, apriornom osuđivanju i nedostatku dobre volje da se spoznaju činjenice i shvate uzročno-posledične veze. Na primer, objašnjenje krize grčkog državnog duga, koja je posledica zavere nemačkih i francuskih proizvođača oružja, nemačko-francuskog bankarskog sektora i grčke vojno-političke elite, zbog koje je Grčka zaduživanjem nabavila oružje kojoj joj uopšte nije potrebno (zbog toga što ima malog, miroljubivog i tradicionalno prijateljski nastrojenog suseda na istoku, pretpostavljam), a sve to plaćaju grčki siromašni društveni slojevi. Pažljivo čitanje ove knjige predstavlja veoma delotvornu vakcinu protiv tih teorija zavere. Nažalost, onima koji se samostalno odluče da je čitaju vakcina nije potrebna, oni imaju prirodni imunitet, a mala je verovatnoća da će takva vakcinacija postati obavezna.

#### LITERATURA (REFERENCES)

- Alesina, Alberto, Carlo Favero, Francesco Giavazzi. 2019. *Austerity: When It Works and When It Doesn't*. Princeton and Oxford: Princeton University Press.
- Begović, Boris. 4/2019. Book Review: *Austerity: When It Works and When It Doesn't* by Alberto Alesina, Carlo Favero, and Francesco Giavazzi. *Panoeconomicus* 66: 525–534.
- Eaton, Jonathan, Mark Gersovitz. 2/1981. Debt with Potential Repudiation: Theoretical and Empirical Analysis, *Review of Economic Studies* 48: 289–309.
- Reinhart, Carmen M, Kenneth S. Rogoff. 2/2010. Growth in the Time of Debt, *American Economic Review* 100: 573–8.
- Ross, Jerome E. 2019. *Why Not Default?: The Political Economy of Sovereign Debt*. Princeton and Oxford: Princeton University Press.