

Др Борис Беговић*

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

Зборник радова чији приказ следи посвећен је једном од нај-
сложенијих феномена којим се бави економска наука и једним од
најрелевантнијих питања економске политике било које земље –
питању државног (сувереног) дуга. Но, тој теми досад је био посвећен
велики број радова, чланака и књига, који су понудили мање или
више уверљиве одговоре на питања у вези са тим феноменом – који
су то мотиви задуживања и покретачи акумулације државног дуга,
како оценити његову одрживост, како управљати државним дугом,
како и због чега државе банкротирају и тако даље. Стога се поставља
питање: шта је допринос овог зборника? У једној реченици – то што
је, на једном месту, на ограниченем простору, језику разумљивом и
онима који нису економски или правни специјалисти за ову област,
без обзира на то да ли су истраживачи или практичари, овај зборник
понудио преглед најзначајнији расположивих одговора на најбитнија
питања државног дуга.

Девет зналачки одабраних тема обрађено је у девет разборито
поређаних поглавља.¹ Прво је, сасвим очекивано, посвећено историји
државног дуга. Прати се вишевековна тенденција пораста државног
дуга упоредо са порастом економских функција државе. Док је не-
кад њена основна функција била вођење ратова, углавном за славу
и богатство владара, држава временом почиње да пружа све више и
више јавних добара, све је више улагања у инфраструктуру, па је све
већа вероватноћа настанка фискалног дефицита, који се финансира

* Редовни професор Правног факултета Универзитета у Београду, *begovic@ius.bg.ac.rs*.

¹ Свако поглавље је дело најмање три коаутора. Укупно је 34 аутора учествовало у писању поглавља. Будући да би помињање имена сваког од њих узело изузетно много простора, ниједно име аутора, ма колико било прослављено у економској науци, не појављује се у овом приказу.

задуживањем. Занимљива је анализа механизма умањења, односно гомилања државног дуга, мереног степеном задужености земље (износ дуга у односу на ниво бруто домаћег производа – БДП). У XIX веку се задуженост држава (на примеру три земље, САД, Велике Британије и Француске) умањивала великим примарним суфицитом (последица фискалне консолидације), при чему је негативна разлика између стопа привредног раста и реалних каматних стопа успоравала то умањење, будући да је знатан део примарног суфицита одлазио на плаћање камате. Насупрот томе, две велике епизоде умањења државног дуга (после оба светска рата) показују да се оно заснивало на подједнаком (после I светског рата) или нешто мањем (после II светског рата) доприносу примарног фискалног суфицита у односу на допринос позитивне разлике између стопа привредног раста и реалних каматних стопа. Вредна информација за оне који данас тврде да се задуженост земље може умањити без фискалне консолидације (уз опстајање примарног фискалног дефицита), само стопама привредног раста већим од реалних каматних стопа.

Занимљиво је и поређење две епизоде гомилања државног дуга у последњих стотинак година: Велике депресије (1928–1933) и Велике рецесије (2007–2013). Док се у првом случају задуженост повећала искључиво услед негативне разлике између стопа привредног раста и реалних каматних стопа, уз примарни суфицит који је успоравао раст дуга у односу на БДП, у случају недавне светске рецесије, примарни фискални дефицит је 2,6 пута више допринео гомилању државног дуга него негативне разлике између стопа привредног раста и реалних каматних стопа. Потоњи механизам гомилања државног дуга сведочи о брзини реакције макроекономске политике на финансијски крах из 2008. године: ургентно започињање дефицитарног финансирања буџета, како би се управљало агрегатном тражњом, и обарање каматних стопа, како би се поспешиле инвестиције. Лекције из доба Велике депресије су, очигледно, добро научене.

Друго поглавље доноси детаљно разматрање питања шта све чини државни дуг и каква је његова структура. Иако су, под окриљем Међународног монетарног фонда (ММФ), успостављене међународне конвенције о томе које то све обавезе државе улазе у њен дуг, показало се да, зависно од аналитичке одлуке како се обрачунава државни дуг, он може знатно да варира. Примера ради, државни дуг САД (аналитички) варира између 20 и 75 трилиона америчких долара. Аутори ту целу расправу с правом смештају у оквир биланса стања државе са, наравно, две стране – активом и пасивом – то јест свим њеним потраживањима и обавезама. Аутори наводе да у обавезе државе (пасиву) спадају и оне обавезе које, стриктно посматрано, не чине државни дуг, попут још неисплаћених пензија, обавеза које

тек могу да настану, државних гаранција које могу бити активира-не или обавеза у погледу гарантованих депозита у банкама, па све до занимљивог питања да ли количина новца у оптицају представља државни дуг.² Биланс стања државе не би био потпун без њене активе – имовине коју држава поседује (укључујући потраживања), која омогућава да се извршавају обавезе и тек се са тим делом биланса стања стиче информација о нето обавезама државе. То концептуално разматрање прати и обиље информација о структури државног дуга по земљама, односно по групама земаља: богатих, сиромашних и онима између. А структура се исказује у односу на финансијске инструменте (обвезнице или кредити), рочност доспећа (дугорочни или краткорочни), изворе средстава (домаћи или страни дуг) и валуте обавезе (националну или страну). Правило је, што се структуре дуга тиче, да нема правила – готово да се може закључити да су разлике између земаља у том погледу стохастичке природе.

Зашто државе позајмљују финансијска средства, зашто себе оптерећују дугом – кратко је питање са дугачким и сложеним одговором. Таутологија због финансирања фискалног дефицита ту много не помаже. То се јасно види из трећег поглавља књиге, у којем се мотиви држава, прецизније мотиви оних који воде државе, да се задужују деле на две велике групе: на добре и лоше. У прве спада изравнавање пореског оптерећења обвезника у условима у којима се мењају нивои јавних расхода. Разматрање је потпуно у складу са концепцијом рикардијанске једнакости и њеним налазом да ће се данашњи фискални дефицит неминовно финансирати будућим суфицитом. Аутори сматрају да у добре мотиве спада и кејнсијанско управљање агрегатном тражњом, будући да буџетски дефицит и увећање јавне потрошње представљају фискални подстрек и основну контрацикличну меру економске политике у условима рецесије. Но, аутори указују на оне политичке чиниоце који, услед непопуларности смањивања јавне потрошње и увећања пореза, отежавају формирање фискалног суфицита после рецесије, што изазива гомилање државног дуга после епизода контрацикличних фискалних политика. У добре мотиве задуживања спадају и дугорочне инвестиције у физичку инфраструктуру, и не само физичку, и у људски капитал, што омогућава одрживо увећање стопе привредног раста задужене земље. Коначно, појава државних дужничких хартија од вредности, као финансијских инструмената ниског кредитног ризика, важна је за развој тржишта

² Стриктно посматрано, свака новчаница представља исправу о дугу коју у име државе издаје централна банка, па се, као део наслеђа златног стандарда, новчана маса може сматрати обавезом државе. Пуни смисао таквог поимања новца, наводе аутори, добија се тек увођењем у анализу концепције (одавно напуштеног) златног стандарда, у коме је постојала адекватна златна подлога, као имовина државе на страни активе њеног биланса стања.

капитала у земљама у којима оно није дубоко, па тиме и развоја целокупног финансијског сектора у њима.

Насупрот добрим мотивима за задуживање држава, постоје, сасвим очекивано, и лоши. То су, наводе аутори, они који доводе до прекомерног задуживања и до кризе државног дуга као могуће последице. Први од њих повезан је са политичким буџетским циклусом, емпиријски потврђеном регуларношћу да власт, непосредно пре избора, желећи да буде реизабрана, умањује порезе и увећава јавну потрошњу, и то текућу потрошњу, не инвестиције. Да би таква политика дала изборне резултате, бирачко тело треба да пати од тзв. фискалне илузије, заблуде да фискални дефицит може довољно дуго да траје. Та емпиријски потврђена илузија појачава се кејнсијанским приступом управљању агрегатном тражњом, у коме се велики фискални дефицити који се (оправдано) стварају током рецесије не компензују фискалним суфицитима после ње, односно увећаним порезима, већ се рефинансирају, те се обавеза враћања дуга помера у будућност. Тиме се долази до другог лошег мотива задуживања, који аутори виде у међугенерациској прерасподели, тако што прекомерну потрошњу садашње генерације, већу од њеног буџетског ограничења, то јест од расположивог дохотка, сnose будуће. Док појединци који желе да увећају потрошњу свог потомства, то јест који желе (усмерену) међугенерациску прераспodelу у супротном смеру, то лако могу да остваре приватним средствима, наследно право се бави управо тим механизмима, прераспodelа у корист садашње генерације на рачун будућих остварује се државним дугом – ми данас трошимо више него што имамо, а ви то сутра плаћате. Када се томе придода политичка економија доношења фискалних одлука, у којој су обично веома јаке и добро организоване оне интересне групе које нарочито добијају одређеним програмима јавне потрошње, извесно је да расте склоност држава ка фискалним дефицитима, па тиме и гомилању дуга.

Но, напомињу аутори, високи државни дуг, независно од начина на који је настао, има непожељно дејство на привредни раст. Реч је о томе да такав дуг умањује простор за контрацикличну економску политику у периоду рецесије, истискује приватне инвестиције будући да треба сервисирати настале обавезе према повериоцима, и ствара очекивања о све већем будућем опорезивању приноса, што обесхрабрује инвеститоре да предузимају пословне подухвате. Уместо да се штедња домаћинства слива у инвестиције, она неповратно одлази у сервисирање дужничких обавеза.³

³ То су основни налази до којих су дошли Рајнхарт и Рогоф (Reinhart, Roggoff 2010). Иако је у време када се појавио овај чланак био предмет контроверзе,

Четврто поглавље књиге посвећено је концепцији одрживости дуга и почиње једноставним питањем: због чега Јапан „пркоси сили Земљине теже“ са државним дугом који износи око 200 одсто БДП, док је Украјина банкротирала због државног дуга од 30 одсто 1998. године? Тешко да може да се нађе бољи пример да се опише да за разматрање државног дуга није важно само колики је дуг него, нарочито, да ли је одржив. Аутори користе стандардну ММФ-ову дефиницију одрживости, према којој је државни дуг одржив уколико је велика вероватноћа да ће држава бити солвентна, то јест да ће моћи да испуни све своје садашње и будуће обавезе без прибегавања неостварљивим или непожељним економским политикама. Дакле, концепција одрживости неминовно је окренута будућности. А будућност је неизвесна, тако да је оцена одрживости заснована на предвиђању будућности, а не на чврстим чињеницама о садашњости. Занимљиво је да аутори покрећу питање због се чега поједине државе одлучују да прогласе банкрот иако је њихов дуг одржив.⁴ Очигледан разлог за банкрот је то што на тај начин увећавају своју нето активу – актива остаје иста, док се пасива, начелно посматрано, умањује.⁵ Ипак, постоје снажни разлози због којих државе то не чине, односно због чега су државни банкрот све ређи: искључивање са тржишта капитала, што значи да више не постоји могућност фискалног дефицита, уз погоршање репутације на том тржишту што ће, у перспективи, када се превазиђе искључење, значити више каматне стопе које ће захтевати повериоци. Надаље, повериоцима, нарочито великим, стоје на располагању одређена, нимало пријатна, правна средства против оних који не испуњавају своје дужничке обавезе. На све то се повећава притисак тзв. лешинарских фондова, који на секундарним тржиштима обвезница по багателној цени купују обвезнице државе која је прогласила банкрот, па онда стварају снажан притисак да те обвезнице наплате по њиховој номиналној вредности, што је болно искусила Аргентина после банкрота 2001. године. Коначно, државни банкрот, наводе аутори, изазива дубоки поремећај домаћег финансијског система. Заиста уверљиви разлози за државу да избегне банкрот.⁶

истраживања током протекле деценије потврдила су, сматрају аутори, основне налазе изнесене у овом раду.

⁴ Тиме следе у економској науци широко прихваћени приступ (Eaton, Gervovitz 1981) да се свака држава (чији је државни дуг одржив), односно њена влада, налази пред стратешком одлуком да ли да банкрутира или не.

⁵ За разлику од привредних друштава, за биланс стања држава не важи безусловна једнакост активе и пасиве биланса стања.

⁶ Такву свеобухватну анализу треба упоредити са неаргументованим и неуверљивим, наводно политекономским објашњењем да је умањење фреквенција државних банкрота у савременом свету последица коалиције између богатих друшт-

Са одрживошћу државног дуга непосредно је повезано управљање тим дугом, обрађено у петом поглављу зборника, које је ипак више намењено практичарима него академским истраживачима феномена државног дуга. Обрађују се питања циљева управљања државним дугом, основних ризика којима треба управљати, различитог начина управљања домаћим и страним дугом, развоја домаћег тржишта државних обвезница и, коначно, нешто што није само практично питање – питање институционалног оквира у којем се управља дугом. Читалац без претензија да буде практичар у области управљања државним дугом ипак журно прелази на следеће поглавље.

То, шесто поглавље посвећено је питању начина умањења државног дуга (увек мереног као износ државног дуга у односу на ниво БДП-а) који не подразумевају проглашавање банкрота. Постоје три основна начина таквог умањења, наводе аутори. Први је фискална консолидација, скуп активности којима се елиминише фискални дефицит и ствара суфицит којим се финансира умањење дуга. Аутори покрећу релевантна питања фискалне консолидације, почев од њеног износа, преко брзине и трајања, да би се на крају пажња посветила методима те консолидације: да ли се фискална консолидације изводи смањењем расхода или повећањем прихода? Зачудо, аутори су оцену дејства метода фискалне консолидације на стопу привредног раста оставили отвореном, иако се недавно појавило свеобухватно истраживање којим се недвосмислено показује супериорност консолидације засноване на смањењу расхода.⁷ Други начин умањења државног дуга је убрзани раст БДП-а, будући да се задуженост земље обара растом имениоца у разломку којим се она мери, а и увећава се пореска основица, што узрокује раст пореских прохода и умањење фискалног дефицита. Да би први механизам могао да да резултат, стопа привредног раста треба да буде виша од реалне каматне стопе, будући да онда именилац (БДП) расте брже од бројиоца (апсолутног износа дуга). Аутори разматрају неколико стратегија убрзања привредног раста, али не покрећу, а још мање одговарају на питање како обезбедити раст у условима високе задужености, иако је у зборнику већ напоменуто да високи државни дуг успорава привредни раст. Коначно, државни дуг може да се умањи експанзивном монетарном

вених слојева у земљама повериоцима и богатих слојева у земљама дужницима, које се недавно појавило у социолошкој литератури (Ross 2019).

⁷ Алесина, Фаверо и Ђаваци (Alesina, Favero, Giavazzi 2019), вреднујући 170 случајева фискалних консолидација у земљама ОЕСД-а, изнели су емпиријске доказе да је фискална консолидација заснована на умањењу расхода супериорна у односу на ону засновану на увећању прихода у погледу дејства на привреди раста и понудили уверљиво теоријско образложење те регуларности. Ту књигу је детаљно приказао Begović (2019). Нажалост, у списку литературе који прати ово поглавље зборника који се приказује наведена књига се не помиње.

политиком и инфлацијом као њеном последицом. Веома често инфлација и настаје као начин да се финансира фискални дефицит, у условима у којима задуживање није могуће. Дакле, инфлација умањује пораст државног дуга. А уколико је државни дуг у домаћој валути, инфлација обезбеђује његово умањење, прецизније, умањење његове реалне вредности. Но, аутори напомињу да инфлација генерише своје трошкове и да цена таквог начина умањења дуга може да буде прохибитивно висока.

Када ништа друго не помаже, држава проглашава банкрот. Управо је томе – државном банкроту – посвећено седмо поглавље књиге. После прилично мукотрпног дефинисања тог појма, уз све техничке детаље и разјашњење одговарајуће правне и економске терминологије, аутори прелазе на разматрање могућности селективног проглашавања банкрота (на пример, само према приватним повериоцима или само према домаћим повериоцима), а затим се залази у питање да ли је реч о чврстом (једностраном) банкротну или меком (договореном). Помиње се и ситуација порицања дужничких обавеза у случају Лењинове Русије и Маове Кине, зачудо без помињања Хитлерове Немачке, као основе државног банкрота, да би се на крају размотрила дистинкција између реструктурирања и репрограмирања дуга као квантитативна разлика између већег или мањег губитка нето садашње вредности потраживања приликом банкрота – феномен познат као „шишање“ поверилаца. То прате не баш садржајна анализа разлога државног банкрота и разматрање подстицаја државама да не банкротирају, углавном понављање оног што је већ написано у четвртом поглављу зборника.

Сваки државни банкрот прати разрешење односа дужника и поверилаца, без обзира на то колико дуго траје процес његовог проналажења. Том разрешењу, пре свега процесу којим се до њега долази, посвећено је осмо поглавље, засновано на увидима о санирању последица државних банкрота у последњих неколико деценија, уз мноштво студија случајева. Веома поучно градиво за оне који планирају да прогласе државни банкрот – да знају шта их чека или бар какву муку могу да оставе својим наследницима на власти.

Последње, девето поглавље посвећено је, какав је и ред, будућности и, савременим речником речено, изазовима које она доноси. Они се заснивају на процени најважнијих кретања и исхода који се на плану државног дуга могу очекивати, и на страни дужника, држава којима је потребан капитал, и на страни повериоца. Изнети су и предлози мера које би могле да ублаже ризике на финансијским тржиштима доступних владама, односно да умање вероватноћу државних банкрота, као и предлог начина за решавање криза државног друга, попут грчке кризе, оне која је почетком друге деценије

овог века из темеља уздрмала европску монетарну унију. Размажен свеобухватном, детаљном и продубљеном анализом на претходним страницама зборника, читалац је ипак, више очекивао од његовог завршног поглавља.

Овај зборник је права музика за уши озбиљних читалаца – оних који понешто познају питања државног дуга и коју желе да о њему сазнају нешто више, да боље разумеју тај феномен, узроке његовог настанка и последице које он ствара. А књига је изашла у право време – време у којем се државним дуговима све више баве хорде површних људи, шарлатана без икаквих солидних знања из ове области, додуше и из било које друге, са једнозначним, поједностављеним и углавном оптужујућим одговорима на сва питања. Све се, наравно, своди на теорију завере богатих (држава, појединаца, банака...) да се упропасте сиромашни.

Чињеница да је аутор приказа ову књигу читао у време врхунца (првог таласа) пандемије COVID-19 отвара могућност за једну паралелу. Током ове пандемије свако ко има прикључак на интернет је, против своје воље, добио хиљаде порука од свих могућих теоретичара завере, укључујући и поједине председнике држава, о пореклу корона вируса, циљевима његове производње и дисеминације, али и о томе да та заразна болест уопште не постоји, него је све то инсценирано (попут слетања на Месец, претпостављам), а та представа је направљена како би нас све присилили да се вакцинишемо, будући да ће у тој вакцини бити наночипови, који ће омогућити оном који је све то осмислио да нам контролише мисли или бар понашање. Теорије завере које се баве државним дуговима нису толико живописне, али су подједнако утемељење у незнању, затуцаности, априорном осуђивању и недостатку добре воље да се спознају чињенице и схвате узрочно-последичне везе. На пример, објашњење кризе грчког државног дуга, која је последица завере немачких и француских произвођача оружја, немачко-француског банкарског сектора и грчке војно-политичке елите, због које је Грчка задуживањем набила оружје којој јој уопште није потребно (због тога што има малог, мирољубивог и традиционално пријатељски настројеног суседа на истоку, претпостављам), а све то плаћају грчки сиромашни друштвени слојеви. Пажљиво читање ове књиге представља веома делотворну вакцину против тих теорија завере. Нажалост, онима који се самостално одлуче да је читају вакцина није потребна, они имају природни имунитет, а мала је вероватноћа да ће таква вакцинација постати обавезна.

ЛИТЕРАТУРА (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.