

Стеван Габер
УЛОГАТА НА ЈАВНИОТ ДОЛГ ВО ЈАВНИТЕ ФИНАНСИИ

Автори:

Доц. д-р Стеван Габер

УЛОГАТА НА ЈАВНИОТ ДОЛГ ВО ЈАВНИТЕ ФИНАНСИИ

Рецензенти:

Проф. д-р Ристо Фотов

Доц. д-р Виолета Мацова

Лектор:

Снежана Петрова-Џамбазова

Техничко уредување:

Доц. д-р Стеван Габер

Издавач:

Универзитет „Гоце Делчев“ - Штип

CIP - Каталогизација во публикација
Национална и универзитетска библиотека "Св. Климент Охридски", Скопје

336.1:336.27(075.8)

ГАБЕР, Стеван

Улогата на јавниот долг во јавните финансии [Електронски извор] /
Стеван Габер. - Текст. - Штип : Универзитет "Гоце Делчев", 2013

Начин на пристап (URL): <http://www.ugd.edu.mk>. - Наслов превземен
од екранот. - Опис на изворот на ден 31.12.2013. - Библиографија:
стр. 115-121

ISBN 978-608-4708-93-3

а) Јавни финансии - Јавен долг - Скрипти
COBISS.MK-ID 95341578

УНИВЕРЗИТЕТ „ГОЦЕ ДЕЛЧЕВ“ – ШТИП

ЕКОНОМСКИ ФАКУЛТЕТ



Доц. д-р Стеван Габер

**УЛОГАТА НА ЈАВНИОТ ДОЛГ ВО ЈАВНИТЕ
ФИНАНСИИ**

Штип, 2013

ПРЕДГОВОР

Во современата економска теорија и практика посебно внимание привлекува анализата на однесувањето на државите при проекцијата и реализацијата на буџетската политика, односно сè поголемиот осврт на дефицитниот начин на финансирање. Овој тренд и економската дилема за оправданоста на таквата постапка на државите во научните економски кулоари претставува вистински предизвик.

Во овој труд се настојува да се доловат значајни аспекти за јавниот долг, да се анализираат релациите помеѓу буџетскиот дефицит и јавниот долг, како и нивните ефекти врз економијата. Импликациите од дефицитното финансирање се многу важни за севкупната макроекономска стабилност. Една од основните карактеристики која ги приближува современите економии е токму константниот раст на буџетскиот дефицит и константниот раст на јавниот долг. Со овој труд се очекува да се појаснат и детерминираат областите и начините на кои инструментите на јавните финансии реагираат врз економскиот систем.

Поинтензивниот државен интервенционизам во капиталистичките економии и државното влијание на основните макроекономски агрегати преку поголемите расходи за воени цели, истражувањата и развојот, интервенциите во земјоделското производство, стимулацијата на индустриското производство, изградбата на станови, образованието, здравството, социјалната помош за невработените, каматата на јавниот долг и слично, доведуваат до проширување на јавните расходи и сè поголеми потреби од извори на средства во формирањето на јавните приходи. Во трудот може да се согледа детерминантната улога на јавниот долг во натамошното одлучување на владите за покривањето на јавните расходи, како алтернативен извор на јавните приходи. Големината на јавниот долг е главно резултат на фискалните политики и дефицитите, додека пак управувањето со јавниот долг, исто така значаен сегмент од трудот, има влијание врз структурата на јавниот долг, а преку тоа и на отвореноста на економијата на пазарните ризици.

Скриптата „Улогата на јавниот долг во јавните финансии“ од д-р Стеван Габер претставува благороден обид материјата од предметот „Јавни финансии“ да ја прикаже пореално и да ги нагласи комплексните аспекти на таквото финансирање.

Содржина

1. Јавниот долг во економската теорија и практика	
1.1. Поим за јавен долг	8
1.2. Видови на јавен долг	11
1.3. Емисија на јавен долг	13
1.4. Конверзија и консолидација на јавен долг	14
1.5. Амортизација на јавен долг	16
2. Буџетскиот дефицит и неговата улога во фискалната политика	
2.1. Историска ретроспектива на буџетскиот дефицит	19
2.2. Буџетскиот дефицит и фискалната политика	21
2.2.1. Дефицитно финансирање на буџетот преку задолжување	26
2.2.2. Дефицитно финансирање на буџетот преку емисија на пари и инфлација	27
2.3. Ефекти од дефицитната фискална политика	30
2.3.1. Ефект на мултипликаторот	35
2.3.2. “Crowding out”- ефект	38
2.3.3. Ефект врз девизниот курс	40
2.3.4. Ефект на „дефицити близнаци“ - “Twin Deficits”	43
2.4. Извори за финансирање на буџетските дефицити	47
2.5. Врската помеѓу буџетскиот дефицит и јавниот долг	52
2.6. Фискалните интервенции и економските циклуси	57
3. Буџетскиот дефицит и јавниот долг во економската теорија	
3.1. Теорија на цикличен буџет и циклична буџетска рамнотежа	61
3.2. Теорија на систематски буџетски дефицити	63
3.3. Теорија на стабилизациони буџети	65
3.4. Класична теорија на јавен долг	67
3.5. Современа теорија на јавен долг – Рикардова еквиваленција	68
4. Фискалните правила како критериум за остварување на фискалните цели	
4.1. Критериуми при креирањето на ефикасни правила на фискална дисциплина	71
4.2. Алтернативните фискални правила и долгорочната буџетска одговорност	81
4.2.1. Дефицитните правила и фискалната одговорност	83
4.3. Фискалните правила и макроекономската стабилност	85
4.3.1. Дефицитните правила и макроекономската стабилизација	85
4.3.2. Потрошувачкото правило и макроекономската стабилизација	86
4.3.3. Слабостите на критичната контрациклична фискална политика	88
5. Буџетскиот дефицит и јавниот долг во Република Македонија	
5.1. Буџетскиот дефицит во Република Македонија	92
5.2. Ефекти од дефицитното финансирање во Република Македонија	95
5.3. Создавање и видови на јавен долг во Република Македонија	104
5.4. Менаџментот со јавен долг во Република Македонија	106
КОРИСТЕНА ЛИТЕРАТУРА	116

1.1. Поим за јавен долг

Јавниот долг претставува еден вид на јавен приход кој го реализира државата заради постигнување на некои однапред поставени цели, односно покривање на јавни расходи. Тој се дефинира како акумулација на различни облици на заеми, кои нормално ги остварува државата за спроведување на фискалната политика. Јавниот долг е познат како вонреден извор на финансирање на јавните расходи, но денес неговата улога не се сведува стриктно на урамнотежување на буџетот, туку, пред сè, како ефикасен инструмент на економската политика за постигнување на економски раст и развој.

Кога се говори за јавниот долг неопходно е да се прави разлика помеѓу јавниот заем и јавниот долг. Таквата разлика произлегува од субјектите кои го опишуваат истиот. Првиот, вообичаено, се формира на средствата на економските субјекти, носители на доходот во економијата (претпријатија, домаќинства, деловни банки и сл.). Додека, пак, јавниот долг за формираните средства кај централната банка или странство. Овие два термина најчесто се разликуваат според системот на отплата, додека според другите елементи се поистоветуваат.

Јавниот заем се реализира во услови кога има итна потреба од финансиски средства со краток рок за финансирање на некои вонредни расходи, кои не може да се покријат со редовните јавни приходи. Преку уписот на јавниот заем државата доаѓа до потребните средства преку домашните или странските извори на финансирање.

Јавниот заем се враќа постепено преку подолги временски периоди со користење на своите редовни јавни приходи за сервисирање на должничките обврски. Тоа се случува кога има ненадејно зголемување на некои вонредни расходи (пример воени дејствија, елементарни непогоди), кои не е препорачливо да се финансираат преку зголемување на јавните приходи со нови даноци или промени на постојните даночни стапки. Преку овој вид на буџетско финансирање се настојува враќањето на финансиските средства да се дисперзира на период од повеќе години, односно неколку генерации, без значајно зголемување на даночното оптоварување на сегашната генерација даночни обврзници.

Јавниот заем не се смета за конкретен јавен приход, како даноците, придонесите, таксите, царините, туку пред сè како антиципиран јавен приход. Врската помеѓу даноците и долгот е суштинска, бидејќи во краен случај тој долг ќе мора да се врати преку наплатата на даноци и други видови на редовни приходи. Разликата меѓу јавниот долг и даноците е што со првиот се покриваат само одредени видови на јавни расходи, а со даноците сите видови на јавни расходи.

Овој вид на вонреден јавен приход бил познат уште во дамнешно време кога се создавал на основа на залог на стоки, драгоцености итн. за приватните, повремени потреби на владетелите. Во тој период се користел претежно за потрошувачка и непродуктивни расходи. До почетокот на 19-ти век, тој бил неразвиен поради несредените финансии, високата потрошувачка на владетелите, испразнетите каси, поради неплаќањето на камати, поради што не

вршеле отплата на јавниот долг. Дополнително, нетрадиционалното покривање на редовните расходи со овој вид на вонреден јавен приход создал несигурност и недоверба кон овој начин на финансирање. Кон средината на 19-ти век се вратила довербата кон јавниот долг со што се пристапило кон емисија на долгорочни заеми. За таквите емисии државата не давала повеќе залози како во минатото, туку самиот факт што државата стои зад него укажува на доверлив финансиски инструмент. Таквиот третман на јавниот долг го издвоил како важен извор на приходи за државата, кој имал за цел да го стимулира економскиот раст, полната вработеност, трговската размена.

Рамнотежата на буџетот, правило на класичната економска школа, постојано се запоставува, токму поради честите проблеми со кои се соочуваат современите економии (економски кризи, висока невработеност, ниска стапка на економски раст, ниски инвестиции и др.). После Големата економска депресија 1929-`33-та година државата почнала интензивно да се задолжува за потоа, во периодот на економски раст, кога јавните приходи ќе ги натфрлат јавните расходи во буџетот, да стартува со враќање на јавниот долг. Меѓутоа, таквото правило во финансиската теорија не се почитува во пракса, поради што многу земји се соочени со проблеми на константен раст на јавниот долг.

Интересно е што со развојот на капитализмот значително се развил и системот на јавно кредитирање. Растот на економските функции на државата во услови на криза на капитализмот, како што беше последната Светска економска криза од 2007 година, дополнително придонесоа за негово актуелизирање, изразено со постојан раст на буџетскиот дефицит и нивото на јавен долг. Таквиот државен интервенционизам, насочен кон подобрување на макроекономските агрегати, предизвикал раст на расходите за истражување и развој, градежништво, земјоделски субвенции, инвестиции во образование, помош за невработеност, каматите на јавниот долг, како и нивно проширување за што биле неопходни дополнителни јавни приходи.¹

На почетокот јавниот долг во целост се врзувал за **висината на штедење**, односно непотрошениот доход, за подоцна комплетно да се одвои од неа кога се прибегнало кон **чисто креирање на пари** во форма на јавен долг на централната банка заради финансирање на одредени јавни расходи. Создадена е нова филозофија на јавен долг, која е поврзана со **систематско дефицитно финансирање**, кое треба да ја дополни понудата на капитал и вкупната побарувачка. Наспроти дотогашната теорија, која тврдела дека јавниот долг треба да се подмирува и редовно раздолжува, дури и на годишна основа.

Како основни причини поради кои настанува јавниот долг се издвојуваат вонредните расходи, државниот интервенционизам, временското несоваѓање меѓу јавните расходи и соодветните јавни приходи и константниот буџетски дефицит, кој не е можно да се покрие од редовните приходи.

Вонредните расходи се основниот причинител за креирање и раст на јавниот долг. Потребата од зголемени јавни расходи, како што се инвестиции во здравство, образование, инфраструктура, енергија, екологија, социјална политика и сл. не може да се покрие единствено со даноци. Тоа бара вонредни приходи кои можат да бидат во форма на домашни или странски заеми или вонредни даноци. Ова последното е потешко да се воведи и затоа јавниот долг

¹ Kamerschen R. D., Money and Banking, sixth edition, South Western Publishing Co., Cincinnati, Ohio, 1976, стр. 690

има предност во прибавувањето на финансиски средства за остварување на буџетските цели. На тој начин јавниот долг се третира како антиципиран данок.²

Во многу земји со порастот на јавниот долг исплатите на камати по тој основ растат значително побрзо од растот на долгот, бидејќи долгот станува генератор на сопствениот раст. Затоа денес се констатира дека каматните расходи се еден од најважните елементи во растот на јавниот долг.

Јавниот долг веќе во текот на I-та Светска Војна, а особено по II-та, границите на задолжување се поместуваат со што доаѓа до брз раст на јавниот долг – со различни насоки на негово користење. Тој постанува не само инструмент за вложување во нерентабилни инвестиции, туку и снажно средство за регулирање на економските текови преку спроведување на политиката на полна вработеност, високи стапки на раст и регулирање на вкупната побарувачка. Тие се познати антициклични делувања на јавниот долг врзани за политиката на буџетски дефицит и буџетски суфицит.

Таквото дефицитно финансирање поаѓа од одлучувачката улога на побарувачката во контролата на производството, потребата од дополнителна побарувачка преку кредитни активности, како и можноста за ширење на јавниот долг на државата кон банкарскиот сектор. Овој вид на финансирање се сведува и на фактот што порастот на јавните расходи сè почесто се покрива преку јавниот долг, што води кон намалување на даноците, вообичаено на доходите на граѓаните и корпорациите со што се делува стимулативно на економијата, но и со одредени социјално политички акции. Сè поголемото влијание на државата преку преземените акции, односно јавните расходи води кон прераспределба на националниот доход. Денес, сеуште постојат спротивставени гледишта за улогата на државата во економијата, особено за производните и инвестиционите функции на државата, како и предлози за заштита на приватниот капитал. Во потребата да се надмине привремениот проблем со буџетскиот дефицит, јавниот долг на крај води кон дополнително продлабочување на јазот меѓу јавните приходи и јавните расходи. Тој ги повлекува слободните парични средства од пазарот на капитал, кои можеле да бидат употребени во прозиводствениот процес за убрзување на економскиот раст.

Во развиените капиталистички економии постојат напредни финансиски пазари на кои се врши продажба и купување на државни обврзници. Тоа се случува кога јавниот долг е насочен кон мобилизирање на слободниот капитал и доходот на индивидуите (штедењето). Со тоа се врши **регулирање на количеството пари во оптек и на ликвидноста на националната економија**, бидејќи со купувањето на обврзници од централната банка се врши емисија на пари, а со продажбата на државни обврзници на други субјекти се врши повлекување на пари и намалување на ликвидноста. Меѓутоа, треба да се внимава со растот на јавниот долг, бидејќи тој често пати ги надминува стапката на инфлација и стапката на раст на националниот доход. Доаѓа до акумулација на јавниот долг, односно се емитува нов долг за да може да се врати стариот, доспеан јавен долг.

Основни причини за некористење на јавниот долг во земјите во развој се: ниското ниво на развој и доходот per capita, неразвиениот финансиски пазар, непостоењето на традиции, што води кон отежнување на пласманот на државните обврзници. Во овој тип земји учеството на јавниот долг е ниско, но затоа, пак, емисијата на пари од банкарскиот систем е доминантна.

² Shaw E., The National Debt and Our Future, New York, 1992

Висината на идниот долг во голема мера ќе биде детерминиран од неколку елементи: структурата на јавниот долг, учеството на јавниот долг во националниот доход, јавниот долг наспроти вкупните јавни расходи, оптеретеноста на буџетските расходи со камати по основ на јавен долг, големината на делот од јавните приходи кој се користи за отплата на јавниот долг, општата состојба на економијата и идните очекувања, социјалните и политички релации, како и развиеноста на „политика на отворен пазар“ (поголемата развиеност на овој пазар овозможува и намалување и ограничување на јавниот долг).

1.2. Видови на јавен долг

Постојат различни облици на јавен долг кои се карактеризираат со посебни својства што овозможува да се направи и дистинкција меѓу нив. Најчестата класификација на јавниот долг е според следните групи:

- според територијалниот принцип – внатрешен и надворешен;
- според методите кои ги користи државата – доброволен и принуден;
- според времето – краткорочен и долгорочен;
- според начинот на отплата – ануитетски, рентни, долгови со наплата и без наплата на камата.
- според залогот што го дава државата како гаранција за уредна отплата на долгот и каматата – заеми со залог и без залог.

Тука ќе се осврнеме само на најчесто среќаваните облици на јавен долг.³

Кога во улогата на доверител на државата се појавуваат домашни или странски субјекти, тогаш велеме дека станува збор за **внатрешни и надворешни јавни заеми**. Внатрешните долгови се создаваат во односите со домашните економски субјекти - домаќинствата, претпријатијата, банките, институционалните фондови и сл. Додека, пак, задолжувањето кон странство државата го заклучува преку банките или билатерално кај владите на некои други земји. Јавниот долг кон странство може да се направи под следните околности: поради монетарната состојба во земјата настаната со девалвација на валутата, односно за зголемување на покритието на парите со девизи обезбедени од зголемените девизни резерви; за смалување на дефицитот во платниот биланс; за поттикнување на економскиот развој преку земање на кредити од развиените земји; за финансирање на буџетскиот дефицит поврзан со високи расходи за војна и сл.

Во зависност од тоа дали се поаѓа од основните интереси на доверителот или пак уписот се прави под принуда и притисок на носителите на доходот разликуваме **доброволни и принудни заеми**. Доброволните се темелат на заедничката спогодба меѓу државата и доверителот за заедничките интереси, како повисоки каматни стапки, даночни олеснувања и сл. Каматата е вообичаено повисока од банкарската и пазарната, а сигурноста во поглед на поврат на средствата ги чини доста атрактивен инструмент за инвестирање. Додека, пак, принудните заеми се појавуваат кога доверителите не се спремни да се откажат од својот доход и да го инвестираат во овој вид на заем, кој е наменет за покривање на значаен износ на вонредни расходи. Овој вид на долг се наоѓа помеѓу даноците и доброволните заеми, бидејќи државата го гарантира

³ Ristic Z. & Komazec S., Menadzment javnog sektora, Beograd, 1996

враќањето на долгот и нивната камата, но по каматна стапка пониска од пазарната. Кон овој вид на заеми државата пристапува во вонредни околности каде имотот на доверителот служи како основа за упис на заемот. Покрај овие два вида се јавуваат и **патриотски заеми**, кои при уписот не се водат од каматните стапки или други поволности, туку од патриотските чувства. Во тие околности државата се обраќа за помош кон граѓаните за да упишат еден дел од својот доход или да жртвуваат еден дел од него за да се решат одредени политички, економски или финансиски проблеми. Нивните каматни стапки се ниски или бескаматни за да не се оптеретуваат идните генерации, роковите се долги, а често се пристапува и кон отпис на уписот на заемот. Овој вид патриотски заем има исклучително внатрешен карактер, а неговиот мотив е покренат повеќе од општествено-политички цели, отколку економски.

Категоризацијата на **краткорочни или летечки и долгорочни или консолидирани (фундирани) заеми** е детерминирана од временскиот аспект на долгот. Доколку средствата е планирано да се наменат за изградба на сообраќајници, воени дејствија и сл., тогаш се пристапува кон емисија на долгорочни заеми. Ако, пак, нивната намена е за потполнување на буџетската каса на државата, без одредена цел, тогаш станува збор за краткорочни заеми. Последните се формираат на период од неколку месеци до една година, а долгорочните од неколку години до неколку децении.

Краткорочните долгови се користат се повеќе за отстранување на финансиските потешкотии во буџетот со оглед на непостоенето на усогласеност помеѓу приходите и трошењата на јавните приходи. Овие долгови се враќаат од редовните приходи во периоди кога јавните приходи се повисоки од јавните расходи. Они треба да овозможат усогласеност меѓу јавните расходи и јавните приходи за да се спречи појавата на потенцијален застој во реализацијата на јавните расходи.

Денес за структурата на јавниот долг е карактеристично тоа што учеството на краткорочниот јавен долг бележи раст во однос на долгорочниот, кој според класичарите е вистинскиот јавен долг за државните потреби со нагласен инвестиционен карактер. Притоа доминира емисијата на краткорочни хартии од вредност од неколку недели, месеци до 1 година.

„Многу хартии од вредност на летечките заеми претставуваат многу блиска замена на готовите пари, кои ако ги има помалку на пазарот, би значело зголемено користење на готовите пари“.⁴

Доколку таквиот краткорочен долг потекнува од монетарниот систем, тогаш може да се користи како резервна ликвидност во економијата. Летечките долгови се повеќе се користат за покривање на редовните буџетски дефицити. Тоа се финансиски летечки заеми кои се јавуваат кога редовните приходи се недоволни за да ги покријат редовните расходи. Тогаш преку емисија на нови заеми се настојува таквите заеми да се конвертираат во долгорочни. Таа појава е позната како **консолидација на јавниот долг**. Поестоееле бројни обиди за претворање на летечките во долгорочни или консолидирани заеми. Меѓутоа, претворањето би било скапо и некорисно, бидејќи би се свело на замена на обврзници со пониска каматна стапка со обврзници со повисока каматна стапка.⁵

Долгорочните долгови се покарактеристични за развиените економии каде се појавуваат во две форми: како **амортизациони долгови и долгорочни**

⁴ Rolph W., Debt Management: Some Theoretical Aspects, Public Finance, 1/1968, стр. 112.

⁵ Musgrave R., The Theory of Public Finance, Mc Grow Hill, Company Inc, New York, 1959, стр. 589.

долгови без рок (рентни долгови). Амортизационите се почеста форма која содржи превземена обврска од државата за уредна отплата на долгот и каматата според претходно утврден амортизационен план. Предноста на овие долгови е што однапред се знаат обврските на државата и во кој период тие се гасат. Со враќањето на еден долг се овозможува емисија на нов долг, вообичаено, под поповолни услови, додека, од друга страна, создадените обврски на државата водат кон порационално користење на позајмените средства.

Со оглед на рокот, амортизационите долгови можат да се јават како краткорочни (2-5 години), среднорочни (5-20 година) и долгорочни (преку 20 години). Временскиот рок е фиксно утврден и не може да се менува по нечија волја, иако државата може да пристапи кон предвремена отплата.

Рентните долгови содржат единствено обврска за плаќање на соодветна камата. Отплата на долгот се врши кога државата остварува буџетски суфицит и кога она ќе одлучи, а притоа не прифаќа однапред обврски. Овие долгови се користат во современите држави во кои дошло до пад на националниот доход и раст на слободниот капитал. Обврзниците на таквите долгови стануваат предмет на купување и продавање на берзите, така да лесно може да се претворат во готови пари, а уписникот на заемот со продажбата на обврзницата на пазарот на хартии од вредност лесно може да го поврати вложениот капитал. Рентните заеми се јавуваат во развиените капиталистички економии, каде националниот доход е висок, пазарот на хартии од вредност е развиен и каде има голема доверба во државните финансии.

1.3. Емисија на јавен долг

Креирањето на јавниот долг се врши преку емисија на обврзници кои државата им ги доставува на носителите на доход, односно доверителите кои се спремни да се откажат од еден дел од својот доход. Постојат два вида на емисии на јавен долг: **директна** и **индиректна**.

Директната емисија се спроведува во развиените економии каде постои висока стапка на штедење и развиен финансиски пазар. Овој начин е многу ефикасен, бидејќи се избегнува плаќање на високи банкарски провизии за извршените услуги при уписот. Обврзниците непосредно им се доставуваат на уписниците на заемот и со тоа се избегнуваат препродажбата и шпекулациите. Предностите на овој систем се: помали трошоци и избегнување на посредството на банките и сигурна контрола и избегнување на евентуална инфлација.

Уписот на заемот се врши јавно, а на уписниците им се остава однапред да ги упишат елементите за рокот и ратите. Во позивот за упис се објавува местото, кое може да биде некоја државна институција или банка, но и условите на заемот. Во современите економии овој упис е наменет за конкретни развојни и социјални цели каде однапред е познат износот на заемот. Со моментот на упишување на бараниот износ, заемот се заклучува. Тоа е познато како ограничена емисија. Меѓутоа, во вонредни околности, државата може да посегне и кон неограничена емисија. Слабостите на овој систем се гледаат во: неизвесноста во поглед на крајниот исход од уписот на заемот и нужноста од постоење на способна државна администрација која ќе го спроведе тоа.

Индириектната претставува втор вид на емисија на јавниот долг каде јавниот долг се отстапува на банките или банкарските конзорциуми по однапред утврдена цена. Банките веднаш пристапуваат кон исплата на заемот, а подоцна со препродажбата на обврзниците ги наплаќаат претходно исплатените средства. Нивниот интерес се состои во разликата меѓу курсот по кој го платиле заемот и оној по кој ги продаваат обврзниците.

Со овој систем на емисија се овозможува: прибирање на потребните средства за најкраток рок и се обезбедува потребната сума на средства од заемот (нема зависност од конечниот успех на заемот). Недостатокот на овој систем се сведува на можноста што им се пружа на банките на основ на разликата во курсевите да заработат големи суми на пари, кои во краен случај ги подмируваат даночните обврзници.

Кон овој систем на емисија се пристапува во случај кога државата не е сигурна дали со уписот ќе успее да ги обезбеди потребните средства од заемот. Токму со продажбата на обврзниците на банките, државата успева веднаш да ја постигна таа цел.

1.4. Конверзија и консолидација на јавен долг

Природата на јавниот долг ни покажа дека станува збор за вонреден вид на јавен приход кој не може да се емитува во неограничени износи и на неопределно време. Поради тоа процесот на амортизација, односно отплата на долгот станал неминовен, бидејќи на тој начин се создаваат нови видови на јавен долг. Таквите трошоци за државата (отплати и камати) стануваат се поголем терет за буџетите на современите држави. Всушност, државата за да го намали таквиот терет врз буџетот пристапува кон конверзија на долгот.

Конверзијата е секоја операција на државата која се однесува на промена на условите од уписот на заемот, како што е всушност консолидацијата на јавниот долг. Под **консолидација** се подразбира соединување на повеќе различни заеми со различни каматни стапки, рокови и др. во еден единствен, унифициран јавен долг. Исто така, под тоа се подразбира и претворање на краткорочните во долгорочни долгови. Таквата постапка е позната како **фундирање** на јавниот долг.

Во потесна смисла, конверзијата значи олеснување на должничкиот терет преку намалување на каматните стапки по првично формируваниот долг, но обврската не се менува, дури е можно истата да се зголеми. Со конверзијата не се намалува јавниот долг, туку само каматната стапка.

Причините за конверзијата на јавниот долг може да бидат од економски, политички и правен карактер. Во првиот случај, **економски причини**, може да се случи економијата да ја промени фазата на циклусот и во текот на заживување на економијата да дојде до пад на каматните стапки на пазарот на капитал. Во таква ситуација државата е соочена со плаќање на повисока каматна стапка од онаа која е моментално креирана на пазарот на капитал. Тоа доведува и до повисоки расходи во буџетот по овој основ. Државата може од финансиски причини да изврши конверзија со која ќе се намалат расходите во буџетот, а со тоа и даночниот терет, при што ќе се зголемат продуктивните јавни расходи.

Кај **политичките причини** се случува државата да им плаќа повисока каматна стапка на доверителите од камтата формирана на финансискиот пазар. Тогаш е должност и обврска на државата да изврши конверзија на јавниот долг.

Правната причина на конверзијата укажува дека ова е нешто посложено од оној со економски карактеристики. Од овој аспект конверзијата е составена од две работи. Прво, откажување и понуда за исплата на туѓ долг, и второ, создавање на нов заем во ист износ, но со пониска камата. Заеот обично се поклопува со оследиците на обврзницата од стариот заем. Исплатата на стариот заем на доверителите е познато како класична конверзија. Од правна перспектива, секој сопственик на обврзницата во моментот на конверзијата треба да даде согласност за намалување на каматата или исплата на стариот долг. Ова произлегува од договорот постигнат меѓу двете страни за сите елементи при заклучувањето на заемот. Имено, тоа никогаш не се прави, бидејќи обновата и амортизацијата на заемот се слеваат во една работа. Значи целта не е само исплата на заемот, туку олеснување на буџетот. Тоа всушност е и основната смисла за конверзија на долгот. Тогаш кој е интересот на уписникот на заемот во конверзијата? Дури ни на сопствениците на обврзниците не им оди во прилог конечната исплата на заемот, со оглед дека постои пониска пазарна каматна стапка од каматата на долгот, а тоа ги оневозможува да ги пласираат своите средства во доходовни потфати. Тие повторно им ги доверуваат своите заштеди на државите и се спремни да прифатат и нови услови при емисијата на заемот. Не доаѓа предвид за зголемување на стариот долг, бидејќи целта на конверзијата не е враќање на долгот, туку растеретување на буџетот. Со посебна клаузула за конверзија, државата уште при уписот на заемот си осигурува право да изврши конверзија на заемот после извесен период.

Кога станува збор за конверзија на јавниот долг мора да се води сметка и за евентуалните последици од таквата активност. Важно е да се знае во чии раце се наоѓаат обврзниците (заемот) кој треба да се конвертира, бидејќи интересите на сопствениците на обврзниците (портери) и даночните обврзници, кои го сносат крајниот товар на јавниот долг, не се поклопуваат често. Притоа, може да се јават неколку ситуации:

Прво, обврзниците се наоѓаат во рацете на даночните обврзници, при што ќе добијат дел на даночните обврски, а ќе изгубат на платените повисоки камати;

Второ, обврзниците се наоѓаат во рацете на една класа, додека друга го сноси даночниот терет. Овој случај е најчест со оглед дека заемот го упишуваат капиталистите, а основниот терет на данокот го сносат посиромашните слоеви;

Трето, обврзниците се наоѓаат во рацете на богатите слоеви и они се основни носители на даночниот терет. Она што оваа класа го добива на име камати го губи на даноци, како и обратно. Државата тука може да се фокусира на два правци: да го намали даночниот терет на одредени слоеви во општеството или добиените средства од даноците да ги искористи за други, развојни цели (невработеност, енергетски инвестиции, извозни стимулации и др.);

Четврто, проблемот со функционалноста на конверзијата може да се разгледа и од аспект на тоа како државата ќе се справи со ослободените средства во буџетот во насока на поддршка на развојот. Од начинот на употреба (капитални инвестиции, непроизводни расходи, резервни фондови и др.) ќе зависат и основните ефекти на неговот делување.

Во зависност од тоа кои видови се сретнуваат при конверзијата на јавниот долг можеме да правиме разлика помеѓу **доброволна, принудна и конверзија**

од понов вид. Доброволната се заснова на заедничка спогодба на двете страни во врска со заемот. Притоа, може да се прави разлика меѓу опциона, кога сопствениците само одлучуваат дали да прифатат намалување на каматата или исплата на главницата, но и факултативна, каде сопственикот на обврзницата може да не се согласи на намалување на каматата и да ја задржи старата обврзница. Овие ретко се применуваат (последен пат во 1844 година во Англија).

Принудната конверзија подразбира еднострана промена на било кој елемент од договорот за заем од страна на државата. Тоа може да биде во форма на намалена камата, промена на рокот на заемот, плаќање на камата во некоја друга форма на пари и сл.

Конверзијата од понов вид ги содржи елементите на доброволната и на принудната конверзија. Со порастот на влијанието на државата во економијата, како регулатор на економскиот развој, може да дојде до согласност за конверзија на јавниот долг од страна на сопственикот на обврзницата, дури и во случај кога не е во негов интерес. За да може да се спроведе било каков облик на конверзија на јавниот долг потребни се неколку основни работи:

Прво, изобилство на пари на пазарот на капитал;

Второ, намалување на каматните стапки на финансискиот пазар под нивото на каматните стапки на јавниот заем, притоа правејќи разлика меѓу реалните и номиналните каматни стапки. Во случај кога каматната стапка е повисока од онаа на јавниот долг, тогаш не може да дојде до конверзија.

Трето, одлука и интенција на државата да спроведе конверзија на јавниот долг.

Секако, за да може да се реализира конверзијата, потребни се и некои други предуслови од *финансиска, правна и социјална природа*. *Финансиските предуслови* се однесуваат на урамнотежен буџет (без голем буџетски дефицит), да нема летечки долгови или ако ги има редовно да се сервисираат, монетарната политика да е стабилна, да постои задоволителна економска динамика, како и да не постојат други форми на емисија кои може да ја оневозможат конверзијата на јавен долг. *Социјалните предуслови* се фокусираат на етичките аспекти, односно за ситуација на конверзија на долг каде сопствениците се мали штедачи кои живеат од приходите од камата кои им ги носат овие заеми. *Правните предуслови* говорат за реалните можности за конверзија на долгот, а кај амортизационите заеми да постои „клаузула за конверзија“, како и реалниот долг да е откажан со истовремена понуда од државата да го отплати тој заем на вистинските сопственици на обврзници.

1.5. Амортизација на јавен долг

Амортизацијата на јавниот долг или подмирувањето на долгот е крајната етапа во финансирањето на државата со овој вид на средства. Таа всушност претставува враќање на долгот во форма на камата и отплата (ануитет). Повратот на прибраните средства се врши од средствата собрани преку даноци и други видови на редовни јавни приходи. Амортизацијата на јавниот долг е неопходна од неколку аспекти.

Прво, користењето на јавниот долг од страна на државата, без тој да се отплаќа и затвора, би довело до прекумерен раст на јавниот долг, што на крај би се одразило на нормалното функционирање на буџетот;

Второ, ако не се врши амортизација на јавниот долг, суфицитните економски субјекти во иднина нема да пристапат кон нови уписи на јавен долг, што би создало неповолна економска клима и состојба каде државата ќе биде принудена да бара други понеповолни извори на средства за финансирање на буџетот;

Трето, економските причини за амортизација на јавниот долг сè од посебно значење. Без функционалноста на јавниот долг, економија брзо би потпаднала под криза и состојба на невработеност, што повторно укажува на релевантноста на јавниот долг како инструмент на економската политика за стимулирање на економскиот раст и развој;

Четврто, државата треба да води посебно внимание на овој основен извор на финансиски средства, кој се покажал како исклучително релевантен во услови на големи економски кризи, воени околности и сл.

Освен овие неколку основни аргументи за релевантноста на амортизацијата на јавниот долг и неговата улога како извор на финансирање на буџетот, неопходно е да ги проанализираме и основните класификации, односно видови на амортизација. Како вообичаени форми на амортизација се јавуваат следните:

- Непосредна амортизација на јавниот долг;
- Посредна амортизација на јавниот долг;
- Договорна амортизација;
- Автоматска амортизација;
- Факултативна амортизација и
- Монетарна амортизација.

Непосредната амортизација се појавува кога имаме директен поврат на средствата на непосредните доверители или уписници по пат на ануитет.

Индириктната амортизација се реализира преку купопродажба на должничките хартии од вредност на пазарот на хартии од вредност.

Договорната амортизација е најчесто среќавана форма, поради тоа што при уписот на заемот се договараат роковите на отплата и плаќањето на камата според договорените услови од заемот.

Автоматската амортизација се реализира преку специјални „амортизациони каси“ кои државата ги дотира секоја година со цел отплата на заемот. Касата, редовно, на годишна основа, врши откуп на должнички хартии од вредност (обврзници) за потоа веднаш да ги претвори во готови пари или да продолжи да ги чува за да наплаќа и понатаму камата од тие обврзници. Овој систем демонстрирал низа негативни работи. Пред сè, државата во криза, често прибегнувала кон користење на повлечени и сочувани обврзници за потоа да ги претвори во готови пари кај Централната банка или на отворениот пазар, со што повторно се појавувале во оптек. На тој начин системот бил скоро упропастен. Затоа, денес, повлечените обврзници веднаш се уништуваат. Со овој систем се врши брза или прогресивна амортизација која делува на прогресивно смалување на јавниот долг.

Факултативната амортизација има прагматичен пристап, бидејќи ѝ овозможува на владата во услови на криза или воена состојба да не врши амортизација, односно сервисирање на јавниот долг, а во период на експанзија и развој да продолжи со предвидената амортизација на јавниот долг.

Монетарната амортизација на јавните долгови се јавува преку депрецијација на парите или пад на вредноста на националната валута. Во финансиската теорија не се прифаќа овој начин на гасење на јавниот долг,

бидејќи најголем дел од теретот паѓа на сиромашните слоеви кои ја апсорбираат инфлацијата. Сè поголемата стапка на инфлација води кон олеснување на теретот на отплата на јавниот долг на страната на државата, бидејќи отплатата на долгот се врши само во номинален, а не и во реален износ. Во услови на познати хиперинфлации, доаѓа до целосно анулирање на долговите, што многу теоретичари тоа го сметаат како потег на државата за да оствари повеќекратна корист со предизивување на инфлација.

2.1. Историска ретроспектива на буџетскиот дефицит

Пред сериозно да се проанализираат карактеристиките и ефектите од дефицитното финансирање, неопходно е во интерес на проблематиката да се презентира мал дел од размислувањата на некои од најпознатите економисти за буџетскиот дефицит. Нормално, едни сметаат дека тој е штетен за економијата, а другите се залагаат за негова почеста употреба.

Адам Смит смета дека јавниот долг се должи на три фактори – желбата на државните лица да трошат, непопуларноста на зголемување на даноците и желбата на капиталистите за позајмување. Во контекст на ова јавниот долг го третира за придружник на комерцијалното или капиталистичко општество. Тој не го фаворизирал јавниот долг. Според него, “порастот на дефицитите на долг рок најверојатно ќе ги уништи сите големи нации во Европа“. Уште повеќе, тој верувал дека способноста на државите да позајмуваат ја зголемило нивната желба за војување. Ако државите требало да приберат пари преку оданочување наместо задолжување, тогаш “војните побрзо би завршувале и помалку ќе биле неоправдани Сликата од тешки и неизбежни товари од војната ќе ги спречела луѓето да навлегуваат без мотиви кога нема реален интерес за борба“.⁶

Смит констатирал дека државата, како и граѓаните, евентуално со натамошно зголемување на нејзиниот долг нема да може да ги извршува своите обврски од заемите. Сепак, државите можат да си дозволат да не плаќаат на начин на кој индивидуите не можат, а тоа е преку инфлацијата. Тој рекол: “порастот на деноминацијата на парите била најадекватен начин преку кој реалното јавно банкротирање било прикриено“.⁷

Во целина, тој прилично силно го критикува јавниот долг. Државното задолжување ја охрабрува распуштеноста и истрошеноста за време на мир и невнимателно води кон војна. Долгот со себе повлекува повисоки даноци и инфлација, кој ги наградува потрошувачите и ги казнува штедачите. Долгот го ослабува продуктивниот капацитет на луѓето и, евентуално, ослабува или уништува дури и богати нации.

Карл Маркс е согласен со Смит дека јавниот долг е креација на капиталистичкото општество и дека ја оштетува генерално популацијата. Сепак, од негов аспект, осудувањето на јавниот долг е поврзано со неговите ставови за експлоатацијата. Маркс смета дека зајмувањето на државата е лесен начин за зајмувачите да го пласираат нивниот капитал без потреба да го изложуваат на “маките и ризиците нераздвојни од неговото ангажирање во индустријата или дури во лихварството“.⁸

Според Маркс, долгот создава бројни последици што крајно се одразуваат врз експлоатацијата на работна сила. Прво, создава класа на “мрзеливи личности кои примаат специфичен годишен доход (пр. пензионирани агенти во САД, како еден вид апанажа)“. Второ, резултира со централни банки на кои им се доделени посебни привилегии како противуслуга за зајмување на државата.

⁶ Види Fink H. R. & High C. J., “A Nation in Debt: Economists Debate the Federal Budget Deficit”, University Publications of America Inc., 1987, стр. 15

⁷ Исто, цит. дело, стр. 18

⁸ Исто, цит. дело, стр. 38

Трето, го охрабрува оданочувањето и даночните инкасанти со цел да се плати националниот долг. Четврто, вештачки го стимулира производството, кое води до поголема експлоатација на работниците.

За разлика од претходните двајца економисти, **Џон Мејnard Кејnz** бил првиот кој го истакнал оправдувањето на јавниот долг. Тој изразува идеи кои го оправдуваат дефицитното финансирање. Кејnz верува дека краткорочниот пад во потрошувачката наместо во штедењето е тоа што ги спречува инвестициите: “Ние видовме дека до моментот на превладување на полна вработеност, растот на капиталот не зависи воопшто од ниската склоност кон потрошувачка, туку напротив, тој е повлечен од тоа ...”.⁹ Задача на државата кога постои невработеност е да се задолжува и да троши. Тој во неговата *Општа теорија*, во поглавјето 10, истакнува: “залудната` кредитна потрошувачка (пр. државната потрошувачка финансирана со долгот) може да ја збогати заедницата во баланс. Пирамидални згради, земјотреси, дури и војни може да служат за зголемување на богатството ...”.

Во поттикнувањето на државата да води дефицит, дури и кога потрошувачката е за нешто бескорисно, Кејnz се разидува со ставовите на Смит и Маркс. Тој смета дека таквата потрошувачка ја збогатува, наместо да ја осиромашува популацијата.

Алвин Хансен се осврнал на историскиот аспект на дефицитите. Тој, како Смит и Маркс, смета дека дефицитите биле најголеми за време на војна. Војните останале примарни причинители за дефицитите сè до „големата депресија“ во 1930 год. Тогаш, по потреба, државата почнала да троши големи суми за финансиска помош. Последователно, „јавниот долг насекаде се акумулирал и фискалната политика била ангажирана по (не)потреба како инструмент за зголемување на нивото на вработеност“.¹⁰

Аба Лернер посмело ја застапува позицијата на Кејnz. За време на невработеност, државното трошење преку задолжување или печатење на пари секогаш мора да биде корисно, независно од големината на долгот. Неговиот аргумент „значи дека апсолутната големина на националниот долг не е воопшто битна и дека колку и да се големи идните каматни плаќања, тие не претставуваат товар за општеството како целина“. Тој отворено ја критикува позицијата на фискална прудентност, наметната од класичарите. Во едно писмо, тој пишува: „функционалните финансии комплетно ги одбиваат традиционалните доктрини на 'здрави финансии' и принципот за балансирање на буџетот преку една година“.

Функционалните финансии се предвидливи врз принципот дека во економијата може да има инфлација или невработеност, но не и двете. Ако има инфлација, државата треба да ги зголеми даноците и да го намали трошењето. Ако има невработеност, државата треба да ги намали даноците и да ја зголеми потрошувачката. Имплицитно, во аргументот се потенцира дека слободната економија не може да функционира сама по себе без да го има едното или другото. Единствено државата може да ги балансира штедењето и трошењето за да нема ни едно ни друго.

Иако влијанието на Кејnz и неговите следбеници, од 1940 год. па наваму, било навистина големо, сите економисти не биле убедени во тоа. **Лудвиг фон Мизес** го презирал Кејnz како „новиот пророк на инфлационизмот“, кој верувал

⁹ Исто, цит. дело, стр. 44

¹⁰ Исто, цит. дело, стр. 57

дека кредитната експанзија изведува „чудо ... на претворање камен во леб“.¹¹ Тој го критикува Кејнз што не се обидел да ги оспори долгорочните традиционални аргументи против дефицитно финансирање и кредитна експанзија. Тој пишува, „Нивните критики се насочени кон доктрина креирана од нивните сопствени илузии, која нема сличности со теориите застапувани од сериозни економисти. Тие тивко го заобиколуваат сето она што го рекле економистите за неизбежниот исход од кредитната експанзија“. Според Мизес, економистите пред Кејнз многу добро знаеле што ја предизвикало депресијата и масовната невработеност. Тоа биле последиците од проширување на понудата на пари од страна на државните банки, кои го ставиле во движење “boom-bust” циклусот и синдикалното држење на наемниците над нивоата на чистење на пазарот. Според него, Кејнзовиот опис на дефицитно финансирање било причината за невработеноста и депресијата, а не лекот.

Во овој сегмент се елаборирани ставовите на едни од најголемите економски умови по однос на оваа проблематика. Тие даваат делумна претстава за различните третмани што ги има дефицитното финансирање во економската теорија. Секако дека овие спротивставени аргументи и ставови не запираат со горенаведените економисти. Тие теории и застапниците на теориите до ден денес се разидуваат по однос на прашањето за примената на буџетскиот дефицит.

2.2. Буџетскиот дефицит и фискалната политика

Буџетскиот дефицит претставува состојба во буџетот каде јавните расходи се поголеми од јавните приходи, додека **буџетскиот суфицит** обратна состојба, односно кога јавните приходи ги надминуваат јавните расходи.¹² Двете економски состојби укажуваат на буџетски дисбаланс на кој многу класичари се повикуваат како причина за преземање дисциплински мерки и спроведување на одговорна фискална политика. Меѓутоа, реалноста во денешната економска теорија многу наликува на онаа од 1930-те и 1970-те кога Кејнз ги глорификувал државните интервенции како начин за излевање од економската криза. Таквата дефицитна политика стана неизбежен алат за спас на светската економија од поголем колапс. Денес се соочуваме со состојби каде многу развиени земји посегнуваат кон овој начин на финансирање за излез од финансиската криза, иако за голем дел од нив, како членки на интегрирани организации, постојат одредени фискални правила и критериуми кон кои треба да се придржуваат.

Таквата фискална политика, мотивирана од традиционалната стигма за фискалните дефицити и растечкиот јавен долг, им отвори пат на политичките носители за ноншалантно однесување при креирањето на фискалната политика. Карактеристично за дефицитите е што во последниот период тие се јавуваат и кога нема војни или рецесии, односно политичарите не барале повеќе оправдувања и изгледа дека немаат непосакувани политички реперкусии од таквото нивно однесување. Некои економисти тоа го сметале за морален чин. Токму кредибилитетот на владата при водењето на фискалната политика може многу да влијае на довербата што економските актери ја имаат во државата. Ако континуираната дефицитна политика со задолжување се примени мудро,

¹¹ Исто, цит. дело, стр. 68-71

¹² Повеќе за видовите на буџетски дефицити погледни кај Атанасовски Ж., „Јавни Финансии“, Економски Факултет, Скопје, 2004, стр. 346-350

односно за продуктивни инвестиции, тогаш и очекувањата за инфлацијата ќе се намалат, што ќе придонесе и за релаксирање на монетарната политика во насока на постигнување на повисок економски раст.

Многу фактори влијаеле за растот на фискалните дефицити. Во одредено време, превладувало расположение кое креирало високи очекувања за улогата што требало да ја има државата во поглед на одржувањето на доходот, креирањето на работни места и дистрибуцијата на доходот. Границата за она што се сметало за оправдување на интервенцијата во јавниот сектор била подложена на промени. Растечкото субвенционирање на јавните услуги резултирало со поевтинување и зголемување на нивната побарувачка. Државите биле принудени да трошат прогресивно со цел да го спречат намалувањето во нивниот квалитет. Луѓето помислиле дека тие имаат право на евтино јавно добро или бесплатна здравствена услуга, транспорт, комуникации итн. Диспаратот помеѓу приватните трошоци за користење на овие услуги и социјалните трошоци за нивното обезбедување, предизвикал енормни и растечки товар врз буџетот. Со текот на времето, покрај значителните покачувања на даноците во сите индустриски земји, јазот помеѓу државната потрошувачка и приходите растел, придонесувајќи кон повисок товар на јавниот долг.¹³

Традиционалните принципи, кои биле против неоправданото дефицитно финансирање, доколку тоа се вршело за непродуктивни инвестиции или тековна потрошувачка, биле напуштени во корист на фискалниот активизам, кој се залагал за полна вработеност и експанзија на програмите за благосостојба како доминантни цели на економската политика. Фискалните дефицити станале средство или последица на остварувањата на тие цели. Таквиот фискален активизам преминал над прифаќањето на цикличните дефицити. Наместо тоа, се дошло во состојба на оправдување на дефицитите, дури и во периоди на нормална економска активност. Како последица на тоа се зголемувала јавната потрошувачка, а фискалните дефицити станале норма.

Состојбата со фискалните дефицити и суфицити за време на XIX и почетокот на XX век во поголемите индустриски земји, како Канада, Франција, Германија, Италија, Јапонија, Велика Британија и САД, покажувала ниско ниво. Првата светска војна од 1914-1918 год. драстично ја променила сликата за дефицитите, кога партиципантите постепено ги трошеле националните трезори и во очајната борба за опстанок позајмувале наспроти иднината. Меѓувоениот период придонел за враќање на политиките во “нормала“, што значело редуцирање на огромните дефицити во управливи големини во повеќето земји. Втората светска војна (1939-1945) и повоените години го повториле фискалното искуство од Првата светска војна и меѓувоениот период – огромни дефицити во сите земји следени со изненадувачки задоволителен прогрес кон постигнување на фискален баланс. Неодржливите дефицити длабоко ги загрижувале политичарите. Во тој период, пет од наведените седум земји воделе политики на буџетски дефицит и покрај задоволителното ниво на економски раст. Многу економисти се согласни дека фокусирањето на социјалните програми, демографските трендови и фундаменталните макроекономски поместувања се главните причини за ослабување на фискалните позиции на многу земји.

¹³ Види: de Larosiere J., “The Growth of Public Debt and the Need for Fiscal Discipline”, *Public Finance and Public Debt*, Proceedings of the 40-th Congress of the International Institut for Public Finance, Innsbruck, 1984, стр. 16

Фактор кој влијаел врз светската економија била цената на нафтата која значително се зголемила на крајот од 1973 год., при што владите на земјите извознички на нафта биле соочени со потребата да ги прилагодат нивните економии на новата реалност, *нафтениот шок*, кој предизвикал реалниот доход да се намали и капиталот на разните енергично-интензивни индустрии да исчезне преку ноќ. Многу држави во очекување на брзо заздравување не успеале да се соочат со предизвикот и посегнале кон позајмувањето како начин за излез од кризата, наместо да спроведат непопуларни адаптивни политики. Овој одговор бил олеснет за фактот што нафтениот шок предизвикал огромни залихи на заштеди во земјите извознички на нафта кои барале инвестициски можности. Според тоа, високите потреби за државна потрошувачка биле стекнати преку надворешно задолжување, како и преку монетарна експанзија и домашно позајмување. Потребното прилагодување било одложено. Делумно, како резултат на овие комотни политики, стапката на инфлација која имала растечка динамика од 1960-тата, значајно се засилила по 1973 година.

Таквата акцелерација на инфлацијата, од кој голем дел не бил антиципиран од заемодавателите, предизвикал пад во реалните каматни стапки, а со тоа и привремено намалување на стапката јавен долг/национален доход. Тоа на многу држави им дало негарантирано чувство дека јавното задолжување ќе може да продолжи без поголеми проблеми. Во тоа време не било констатирано дека акцелерацијата на инфлацијата во свет ненавикнат на инфлација би предизвикал таков пад во реалните каматни стапки. Како што индивидуите почнале да се прилагодуваат на инфлацијата преку избегнување на финансиски средства со долг рок на доспевање и фиксни каматни стапки, кои станале поризични или преку фаворизирање на реални средства или индексирани или краткорочни финансиски средства, состојбата со реалните каматни стапки почнала да се подобрува и да расте. Во доцните 1970-те, растела брзо, делумно како поледица на построгата монетарна политика спроведена од неколку индустриски земји. Во 1960-те години, кога биле стартувани многу социјални програми, мнозинството на држави искусиле високи стапки на раст. Во тоа време било очекувано дека тие високи стапки на раст ќе продолжат бесконечно и ќе генерираат дополнителни ресурси потребни за финансирање на високата јавна потрошувачка. За жал, во декадата по 1973-тата, стапката на раст опаднала значително во многу од индустриските земји, додека "овластувањата" креирани од законодавството во 1960-тите и 1970-тите прогресивно апсорбирало поголеми ресурси. Потфрлањето во наплата на нормалните приходи ги насочило кон задолжувањето, како единствен начин за финансирање на порастот во потрошувачката.

Сите овие настани кои довеле до актуализирање на буџетските дефицити, како политика за стабилизирање на економијата, предизвикале сериозни дебати за нивната оправданост, односно дали таквата политика е корисна за економијата. Во тој правец ќе бидат опфатени неколку фактори кои се „против“ и „за“ дефицитна фискална политика со задолжување.

Економистите кои се „против“ дефицитот како директен ефект од задолжувањето го нагласуваат поголемиот даночен товар врз идните генерации. Конкретно, како пример, јавниот долг на САД во 1980 год. бил 710 билиони \$, а во 2008 год. 5,2 трилиони \$. Ако се подели последниот со бројот на населението, ќе се добие дека секој граѓанин должи 17.000 \$. Кога долгот и каматите ќе пристигнат за наплата, идните данокоплаќачи ќе бидат соочени со сериозни тешкотии. Тоа подразбира преземање мерки на зголемување на даноците и

намалување на државната потрошувачка за обезбедување ресурси за отплата на долгот или може да го одложат исплаќањето со ново задолжување со цел да се исплати стариот долг. Всушност, државата со таквото однесување (дефицитно) дозволува тековните данокоплаќачи да пренесат дел од својот товар на идните генерации. Наследувањето на голем долг ќе го намали животниот стандард на идните генерации.

Освен директниот ефект, дефицитот има и различни макроекономски ефекти. Тој го намалува јавното, а преку него и националното штедење (приватно + јавно) што предизвикува пораст во реалните каматни стапки и пад во инвестициите. Последните водат кон помали залихи на капитал, помала продуктивност на трудот, помали реални плати и производство на добра и услуги.

Сепак, тие го оправдуваат буџетскиот дефицит во услови на војна и рецесија. Во војна е нормално да се прибегне кон задолжувањето како најсоодветен начин за финансирање, бидејќи другата алтернатива (оданочувањето) може да ги намали поттикнувањата и да предизвика големи загуби. Меѓутоа, исто така, не е праведно повисоките даночни стапки да ги плаќаат тековните генерации, кои се учесници во војната. Од друга страна, разумно е да се дозволи дефицит кога има економски пад. Кога економијата паѓа во рецесија, даночните приходи автоматски се намалуваат поради даноците на доход. Ако државата се обиде да спроведе буџетски баланс, како што предлагаат тие економисти, тогаш ќе треба да се зголемат даноците и да се намали државната потрошувачка, која е неопходна за да се одговори на зголемените социјални трансфери. Таквата политика дополнително ќе ја влоши економската состојба во ситуација кога треба таа да биде стимулирана.

Сепак, има случаи, како оној во САД, каде јавниот долг како процент од БДП се зголемил од тогашните 26% во 1980 год. на 50% во 1995 год. во мирни и стабилни времиња. Покрај тоа, државата константно водела политика на буџетски дефицит, бидејќи претседателот и Конгресот верувале дека е полесно да ја зголемат државната потрошувачка, отколку да ги зголемат даноците. Императив е сегашните дефицити да не сигнализираат нестабилна фискална политика. Затоа, многу економисти се залагаат за балансиран буџет, кој подразбира поголемо национално штедење, инвестиции и економски раст. Тоа значи дека идните дипломирани студенти ќе имаат попросперитетна иднина.

Другата страна за буџетскиот дефицит вели дека, иако јавниот долг претставува товар за идните генерации, тој не е спореден со просечниот животен доход на индивидуата. До горниот пример се гледа дека долгот на САД по лице изнесува 17.000 \$. Лице кое работи 40 години и заработува 40.000 \$ годишно ќе заработи 1,6 милиони \$ за неговиот животен век. Неговиот дел од јавниот долг претставува само 1% од неговите животни ресурси. Сето ова говори дека буџетскиот дефицит е дел од една поголема слика за тоа како државата прибира и троши пари. Со тие одлуки, државата влијае на различни генерации на данокоплаќачи на различни начини.

Да претпоставиме дека државата го крати буџетскиот дефицит со намалување на јавните инвестиции, поточно образованието. Дали со таа мерка идните генерации ќе бидат во подобра состојба? Даночниот товар ќе биде помал кога тие ќе влезат на пазарот на трудот, што значи и помало даночно оптоварување. Сепак, ако тие се помалку образовани од она што можеле да бидат, тоа ќе значи пониска продуктивност и понизок доход. Според тоа,

намалувањето на дефицитот на сметка на образованието ќе ја влоши состојбата на идните генерации.¹⁴

Дедуктивното расудување за дефицитот е опасно, бидејќи го одвлекува вниманието од други политики кои вршат редистрибуција на доходот меѓу генерациите. Таков пример е случајот со социјалните бенефиции за постарите лица во САД во 1960-тите и 1970-тите. Тие повисоки расходи биле третирани со зголемување на персоналниот данок на доход на работоспособното население. Оваа политика го редистрибуирала доходот меѓу постарите и помладите генерации, иако не била под влијание на јавниот долг. Затоа, буџетскиот дефицит е само еден дел од поголемата слика за тоа како државната политика влијае на благосостојбата на различните генерации.

Некои економисти сметаат дека **антиципативните родители** може да ги пренасочат спротивните ефекти од државниот долг. Родителите може да го неутрализираат импактот преку штедење и оставање на поголемо наследство. Последното ќе ја зајакне способноста на децата да го сносат идниот даночен товар. Ако тоа е точно, повисокото приватно штедење на родителите ќе го компензира намаленото јавно штедење и дефицитите нема да се одразат на економијата. Сепак, многу економисти се сомневаат во таквите перцепции на родителите, иако некои родители се однесуваат на тој начин. Дефицитите им даваат можност на луѓето да трошат на сметка на нивните деца, но дефицитите не ги принудуваат на тоа. Затоа, ако државниот долг е голем проблем за идните генерации, тогаш некои родители може да помогнат да се реши.

Критичарите на буџетскиот дефицит сметаат дека тој не може да расте континуирано засекогаш, но тоа не е така. Исто така, кога при аплицирањето на индивидуата за кредит се споредува неговиот долг наспроти доходот, така треба да се оценува и товарот на државниот долг во однос на националниот доход. На пример, порастот на популацијата и на технологијата со текот на времето предизвикува вкупниот доход на економијата да расте. Како резултат на тоа се зголемува и способноста на нацијата да ја плаќа каматата на растечкиот јавен долг. Додека јавниот долг расте со пониска стапка од онаа на националниот доход, ништо нема да го сопре континуираниот раст на јавниот долг. Тоа може да се илустрира со бројки од примерот на САД, како една од најзадолжените светски економии, каде се претпоставува реален просечен годишен раст од 3% и стапка на инфлација од 2%, што укажува на раст на номиналниот доход од 5% на годишно ниво. Затоа јавниот долг ќе може да расте за 5% годишно без да го зголеми показателот јавен долг/БДП.

По согледувањето на овие аргументи „за и „против“ буџетскиот дефицит, нормално е да се потенцираат трите круцијални начини за нивно финансирање. **Прво**, пораст на даноците; **второ**, позајмување средства на пазарот на капитал; и **трето**, емисија на пари. Со зголемувањето на даноците државата ги намалува поттикнувањата на индивидуите и фирмите да работат, да штедат и да инвестираат. Преку задолжувањето се зголемуваат каматните стапки и ултимативно се истиснуваат приватните задолжувања. Последното, со печатењето на пари државата форсира инфлација, која пак, ги намалува инвестициите преку зголемување на ризичната премија на долгорочните инвестиции.

¹⁴ Види: Mankiew G., "Brief Principles of Macroeconomics", South-Western Cengage Learning, 5ed, 2008, стр. 413-425

Подолу ќе бидат анализирани два метода на финансирање на дефицитот, преку позајмување и креирање на пари, односно инфлација, бидејќи методот на финансирање преку даноци се третира како политички неадекватна солуција. Исто така, ќе се увидат ефектите од овие два начина на финансирање, а понатаму во друг сегмент ќе се согледаат и изворите од кои може да се финансира дефицитот. Сепак, треба да се има предвид дека финансирањето на државата преку задолжување е доминантната причина поради која е посветено поголемо внимание на импликациите од овој начин на финансирање.

2.2.1. Дефицитно финансирање на буџетот преку задолжување

Кога државата позајмува со цел да го финансира дефицитот, таа се наоѓа во повластена положба, односно има предност во однос на приватните позајмувачи. Поради поткрепата на државното позајмување со „полна доверба и кредит“ на државата наспроти моќта на данокот, државата го добива првиот „повик“ за расположлива понуда на капитал. Уште повеќе, државата е подготвена да плати секаква камата со цел да ги добие фондовите потребни за одржување на државната потрошувачка. За разлика од државата, приватните позајмувачи не се карактеризираат со толкава флексибилност.

Цената на капиталот - каматната стапка е детерминирана преку пресретнување на понудата и побарувачката за капитал. Како илустрација ќе се земат податоците за расположливиот персонален доход во САД, кој од 8% во 1970-тите години се намалил за половина, односно на 4% во 1980-тите. Како последица на тоа се намалиле вкупните реални заштеди, ефектуирајќи се со намалена понуда за капитал. Во исто време, државата ја зголемила побарувачката за нов капитал, чијашто стапка на раст ги надминала заштедите. Тоа придонесло цената за задолжување да се зголеми како резултат на конкуренцијата помеѓу позајмувачите за ограничени фондови. Меѓутоа, поради повисоките каматните стапки приватните граѓани помалку ќе се задолжуваат. На тој начин приватното позајмување се истиснува.

Позајмувањето за финансирање на големи дефицити нема потреба да ги истиснува приватните позајмувачи, нормално, доколку понудата на нови заштеди е доволно голема за да ги задоволи двете, јавната и приватната побарувачка за капитал. Како за споредба, стапките на штедење во Германија и Јапонија биле од три до пет пати поголеми од оние во САД, што го објаснува феноменот на далеку поголеми дефицити како дел од националниот производ без подеднакво спротивни економски ефекти. Комбинацијата на растечка побарувачка за капитал и пониски стапки на штедење во САД ги поместила реалните каматни стапки на ниво највисоко во дотогашната нивна историја. До она ниво при кое дефицитното финансирање ги зголемува реалните каматни стапки и ги намалува инвестициите во фабрики и опрема, фирмите имаат помалку алати или машини во староста и помалку од нив им оставаат на децата. Тие повеќе конзумираат денес, но се посиромашни и ќе располагаат со помалку добра во некое идно време.

Сепак, неопходно и релевантно е да се истакне дека **приватното задолжување повеќе и попродуктивно се користи за инвестиции, отколку државното.** Фондовите за буџетските дефицити финансирани со задолжување се искористени за поткрепување на потрошувачката, наместо за креирање на капитални добра. На тој начин дефицитите истиснуваат („crowd out“) некои

инвестиции за сметка на поголемата потрошувачка. Иако е извесно дека ќе има некои капитални инвестиции, износот ќе биде помал споредено со ситуација во која не постои буџетски дефицит. Овој начин на финансирање подетално ќе се анализира во сегментот ефекти од дефицитното финансирање.

2.2.2. Дефицитно финансирање на буџетот преку емисија на пари и инфлација

При објаснувањето на овој вид дефицитно финансирање како појдовна основа се зема ситуацијата во САД поради нејзината репутација во областа на буџетските дефицити. Инфлацијата, која во 1960-тите се појавила во оваа должничка земја, била асоцирана со големи и континуирани федерални дефицити. Независно од јавното задолжување, државата може да ги финансира дефицитите и преку печатење нови пари. Тоа се случува кога Одборот на федералните резерви (ФЕД) го зголемува својот удел во јавниот долг, кој за возврат ефективно го зголемува износот на пари и кредит во оптек. Овој процес е познат како **монетарен долг**, кој во голема мера е сличен со печатењето пари за финансирање на дефицитите.

Технички е вистинито дека нема потреба од неопходна врска помеѓу буџетските дефицити и креирањето на пари. ФЕД може да го зачува непроменет својот сопственички удел во државниот долг, покрај постоењето на дефицити или да го зголеми своето учество кога нема дефицит. Се претпоставува првото. Конзистентните дефицити проследени со неадекватни заштеди ќе извршат нагорен притисок врз каматните стапки и на тој начин ќе ги истиснат приватните инвестиции. Тоа последователно води кон рецесија и повисока стапка на невработеност. За да ги олесни тие ефекти, ФЕД може да го зголеми својот удел на сопственост во јавниот долг и со тоа да предизвика зголемување на понудата на пари. Како што се проширува понудата на расположливи фондови за зајмување, при *ceteris paribus*, каматната стапка ќе се намали и помалку приватни позајмувачи ќе бидат истиснати. Сепак, монетарната експанзија ја намалува **реалната вредност на постојната залиха на пари, што придонесува за појава на инфлација**.¹⁵

Континуирано големите дефицити за време на периоди на економско заздравување покренуваат долгорочни инфлациони стравови дека ФЕД или централните банки може да монетизираат еден дел од својот долг. Пред неколку декади, купувањето на државен долг од страна на ФЕД придонесло за зголемување на инфлацијата. Како последица на тоа се прекинале заштедите, инвестициските одлуки и перспективите за економски раст. Инфлацијата ја става под ризик економската стабилност и раст, односно ги поткопува инвестициите и вработеноста преку зголемување на несигурноста за долгорочна профитабилност на инвестициите. Таа несигурност, која е опфатена во инвестициските пресметки во форма на ризични премии, спречува нормалните капитални проекти (особено оние кај кои очекувањата за профит се пренасочени кон последните години од инвестицијата, осум, десет или петнаесет години во иднина) да пресретнат прифатлив финансиски критериум.

¹⁵ Види: Fink H. R. & High C. J., "A Nation in Debt: Economists Debate the Federal Budget Deficit", University Publications of America Inc., 1987, стр. 212-230

Поради зголемениот инвестициски ризик, цената на заработката на пазарите на хартии од вредност во периодот од 1960-'80 год. паднала на најниско ниво, главно, како последица на зголемената дисконтна стапка наметната на очекуваниот раст на заработката. Инфлациското окружување го отежнува и го прави несигурно пресметувањето на стапката на поврат на новите инвестиции. Инфлацијата не само што ги пореметува пресметките на стапката на поврат, туку исто така делува во насока на поместување на инвестиционата шема кон пократки проекти каде несигурноста е помала.

Според тоа, високиот инвестиционен ризик ја ослабува капиталната формација и нивото на економска активност. Го супституира креирањето на долгорочни со фокусирање на краткорочни капитални средства. За обнова на долгорочните инвестиции е потребна голема бизнис самодоверба, која може да се постигне единствено преку кредибилно и одржливо намалување на долгорочните очекувања за инфлацијата. Тоа имплицира дека буџетските дефицити мора да бидат минимизирани, по можност елиминирани, на тој начин отстранувајќи го последователниот притисок врз монетарниот систем од високите дефицити.

Каматните стапки се високи поради високата побарувачка за капитал, посебно од страна на државата. Растот на понудата на пари во САД во тие години бил прекумерен, делумно поради потребата на ФЕД да обезбеди потиснување на каматните стапки преку делумно прилагодување на прекумерните капитални барања. Со тоа перспективата на дефицити од мулти-стотици билиони долари во наредните години имплицирало (при недраматично зголемување на стапката на штедење) континуирано истиснување и високи каматни стапки или купување на дополнителен долг и обновување на инфлациската спирала, која била причината за намалување на бизнис-инвестицијата на прво место.

Во контекст на оваа елаборација ќе се направи осврт на неколку пристапи од кои може да се согледа евентуалната поврзаност помеѓу дефицитите и инфлацијата. Според конвенционалната економска теорија, постои корелација меѓу овие две појави, а емпириските анализи укажуваат на зборот „можеби“. Фактот дека во економската практика превладува првото, укажале и изјавите на Алан Гринспен и на Европскиот Совет. Гринспен¹⁶ изјавил: **„Многу од нас кои се централни банкари очекуваат дека значителното намалување во долгорочните перспективи на дефицитот на САД значително ќе ги намали долгорочните инфлациски очекувања vis-à-vis други земји“**. Додека, пак, Резолуцијата на Европскиот Совет по однос на Пактот за стабилност и раст од 17 јуни 1997 год. опфаќа: **„Европскиот Совет ја нагласува важноста за зачувување на здрави државни финансии како средство за зајакнување на условите за стабилност на цените (...)“**.

Според тоа, еден од тие пристапи ја усвојува аналитичката рамка предложена од Сарџент и Валас (1981).¹⁷ Тие сметаат дека **сињоражот** зазема централна улога во дефицитното финансирање. Врската ја посматраат главно како игра помеѓу фискалните и монетарните власти. Под претпоставка дека фискалните власти први преземаат потег, монетарните власти се оставени со тежок избор да го балансираат интертемпоралниот буџет, односно дали ќе ја

¹⁶ Види Greenspan, A., “General Discussion: What do budget deficits do?”, in *Budget Deficits and Debt: Issues and Options*, Federal Reserve Bank of Kansas City (ed.), 1995, стр. 141.

¹⁷ Види: Sargent T. and Wallace, N., “Some unpleasant monetarist arithmetics”, *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, Fall, 1981, стр. 1-17

олабават политиката на краток рок за да се избегне висока инфлација на долг рок или ќе ја затегнат нивната политика денес на сметка на неизбежното идно зголемување на инфлацијата. Рестриктивната монетарна политика ги зголемува реалните каматни стапки (и последователно трошоците за сервисирање на долгот), ги забавува економските текови (влошувајќи го дефицитот преку автоматските стабилизатори) и ги намалува приходите од сињораж. Буџетскиот дефицит расте и евентуално може да стане нестабилен.¹⁸ Затоа, порано или подоцна, фискалниот дисбаланс мора да се финансира преку сињораж. Како сумарум, доминантниот фискален режим имплицира неизбежна интертемпорална корелација помеѓу дефицитите и инфлацијата со примарна причинетост која поаѓа од дефицитите кон инфлацијата.

Вториот пристап смета дека главниот канал е **ефектот на инфлацијата врз реалната вредност на залихата на долг и на реалната каматна стапка**.¹⁹ Додека Сарџент и Валас (1981) го видоа првиот пристап како игра помеѓу фискалните и монетарните власти, Кејнз (1971) го сметал ова второто за „социјална игра“ меѓу рентниерите и работниците. Општеството не толерира бескрајно растечки даноци и затоа другите начини, како инфлацијата, мора да се земат предвид дека го намалуваат акумулираниот долг. Според оваа анализа причинската врска поаѓа примарно од дефицитот кон инфлацијата, но механизмот преку кој високата инфлација помага да се затвори дефицитот е различен: инфлацијата ја намалува реалната залиха на долг и дозволува забрзана отплата на долгот преку повисоки номинални каматни стапки.

Постојат и други помалку преферирани канали. Еден од нив е **ефектот на благосостојба**, ефектот на страната на побарувачката кој може да се најде во делата на Патинкин (1965):²⁰ порастот во реалната вредност на обврзниците го зголемува расположливото приватно богатство, а потоа и потрошувачката што води кон инфлација. Исто така, може да има ефекти и на страната на понудата, преку **трошоците на факторите**: дефицитот предизвикан од порастот во одредени сегменти од јавната потрошувачка може да ги мултиплицира побарувачката за ограничени ресурси и на тој начин да ја зголеми нивната цена.²¹ Овие два ефекта може да се третираат и како „**немонетарни ефекти**“ на дефицитите.

Ефектот на богатство бил особено оспорен од страна на Баровиот предлог за Рикардова еквиваленција. Наместо на тоа, **Баро** се фокусираше на приватната врска помеѓу **очекуваната** инфлација и буџетските дефицити. Повисоките инфлациски очекувања имплицираат повисоки реални каматни стапки и, оттаму, повисоки реални трошоци за сервисирање на долгот.

На крај, различен став за конекцијата помеѓу инфлацијата и дефицитите е предложен од страна на Персон *et al.* (1998).²² Според групата автори, фискалните добивки од повисоката инфлација произлегуваат, главно, од

¹⁸ Види: Vieira, C., “The Sustainability of Fiscal Policies: A Study of the European Union”, *unpublished PhD dissertation*, Loughborough University, 1999

¹⁹ Види: Dornbusch, R., “Debt and monetary policy: the policy issues”, in G. Calvo and M. King (eds.), *The Debt Burden and its Consequences for Monetary Policy*, MacMillan Press, 1998, стр. 3-22.

²⁰ Види: Patinkin D., “Money, Interests and Prices: An Integration of Monetary and Value Theory”, Harper and Row (1st edition 1955), 1965.

²¹ Види: Wray, L., “Deficits, inflation and monetary policy”, *Journal of Post Keynesian Economics*, 19(4), 1997, стр. 543-571

²² Види: Persson, M., Persson, T. and Svensson, L., “Debt, cash flow and inflation incentives: a Swedish example”, in G. Calvo and M. King (eds.), *The Debt Burden and its Consequences for Monetary Policy*, MacMillan Press, 1998, стр. 28-62

номиналните карактеристики на даночниот и трансферниот систем, наместо од претходно споменати традиционални извори, како што се сињоражот и девалвацијата на реалниот долг. Генерално земено, инфлацијата настојува да ги зголеми реалните, ефективни даночни стапки при еродирање на реалната вредност на паричните трансфери, како последица, на пример: *несовршена индексација на даночните и трансферните системи*. Со анализата на конкретен случај во Шведска во 1994 год. тие утврдиле дека фискалните добивки од инфлацијата можат да бидат исклучителни. Во согласност со тој став, причинско последичните врски може да се движат во двете насоки, бидејќи повисоката инфлација ќе настојува да ги намали дефицитите, независно од тоа кој е изворот на инфлацијата. Овој ефект се разидува со оној поконвенционалниот **Танзи** ефект на номиналните карактеристики на даночниот систем, според кој повисоката инфлација ги намалува реалните државни приходи како резултат на јазовите во наплатата на даноците. Овој Танзи ефект станал сосема безначаен со модернизацијата на системот за даночна наплата.

Според Менкју, покрај можностите за постоење на евентуални линкови помеѓу јавниот долг и монетарната политика, мали се доказите дека тој линк е важен во повеќето развиени земји. На пример, инфлацијата во САД во 1979-тите била висока покрај ниското ниво на јавен долг во однос на БДП. Монетарните власти ја ставиле инфлацијата под контрола во раните 1980-ти токму во оној момент кога фискалните авторитети посегнале кон водење политика на големи буџетски дефицити и растечки јавен долг. Според тоа, иако во одредени ситуации монетарната политика е поттикната од фискалните одлуки, како во случаи на класични хиперинфлации, денес во повеќето земји тоа не е случај. Причините за тоа се неколку. **Прво**, повеќето држави може да ги финансираат дефицитите преку продажба на долг и нема потреба да се потпираат на сињораж. **Второ**, централните банки често имаат политичка независност за да можат да му одолеат на политичкиот притисок за поекспанзивна монетарна политика. **Трето**, и најважно, политичарите што одлучуваат во сите сегменти на државата знаат дека инфлацијата е сиромашно решение за надминување на фискалните проблеми.

Сепак, сите погоре споменати констатации во голема мера упатуваат на заклучокот дека дефицитот е релевантна буџетска појава на која треба внимателно да се гледа, особено поради појавата на евентуални негативни последици од спроведување на неодговорна долгорочна дефицитна фискална политика. Последиците и бенефициите, кои се јавуваат како нус-ефекти од поголемата потрошувачка во однос на прибраните приходи, може да се погледнат во следниот дел.

2.3. Ефекти од дефицитната фискална политика

Во согласност со интенцијата на државата да го финансира дефицитот преку задолжување, подолу ќе се согледаат импликациите од таквиот начин на финансирање.

Според последните податоци, порастот на јавниот долг бил побрз од оној на националниот доход за повеќето индустриски земји. Очекувано е растечкиот јавен долг да биде прогресивно потешок за сервисирање, предизвикувајќи зголемени потешкотии за економијата.

Каналите преку кои големиот и растечки јавен долг влијае врз економијата се неколку и не се лесни за идентификување. **Првиот** е директниот ефект врз каматни стапки придружен со потребата да се продаде зголемена понуда на обврзници. Како што се зголемува квантитетот на обврзници што треба да бидат продадени, нивните цени мора да паднат, а со тоа се зголемуваат пазарните каматни стапки, освен ако понудата на капитал не е бескрајно еластична или приватното позајмување се намали. Тоа зголемување на каматните стапки може, привремено, да биде лимитирано од капиталните приливи. **Второ**, каматната компонента на јавната потрошувачка ќе се зголеми и последователно ќе ги зголеми идните фискални дефицити. **Трето**, поврзано со претходните две, ефектот врз инвестициите и потрошувачката и оттаму врз идните перформанси на економијата. **Четврто**, ефектот врз девизниот курс и оттука на трговските текови и капиталната мобилност. **Петто**, зголемениот ризик од влошување на работите. Овој ризик се зголемува кога вкупните потреби за позајмувања на страната на државата се претвориле во значаен дел од вкупните финансиски трансакции. Во таква ситуација психолошкиот изглед на финансискиот пазар ќе биде погоден и ќе стана важен сегмент од финансиската стабилност.²³

Домашни последици. Кога расте домашниот јавен долг како процент од БДП, неизбежно е намалувањето на приватното задолжување, освен ако се претпостави дека јавниот и приватниот долг може да растат без ограничување или ако може да се прошири надворешниот долг. Според некои податоци поврзаноста помеѓу вкупниот домашен долг и националниот доход за некои земји не се менува значително на долг рок. Тоа укажува очигледно дека приватното задолжување ќе биде заменето со јавно. Тогаш се поставува прашањето каков вид на приватно задолжување ќе се намали? Ако е позајмување за приватна потрошувачка, тогаш тоа не е толку страшно. Сепак, потрошувачката е помалку каматно сензибилна од инвестициите, особено кога каматните плаќања за лична потрошувачка се одбивен трошок за данокоплаќачот, како што е во САД и другите индустриски земји. Трошокот кој ќе влијае обесхрабрувачки или истиснувачки за приватните инвестиции е оној асоциран со проекти со долги периоди на процесирање или инвестиции од нови фирми кои сè уште не оствариле профити за да бараат одбивање на данок по основа на каматни плаќања. **Затоа позајмувањето кое е поосетливо на промена на камати е поврзано со инвестиции кои најмногу придонесуваат за раст и вработеност.** Иако агрегатната побарувачка нема да биде обесхрабрена, некои инвестиции ќе бидат. Тоа ќе резултира со пониска стапка на раст и намалени можности за вработување во иднина, освен во случај кога долгот е финансиран од странски извори. Тогаш степенот до кој ќе се истиснат приватните инвестиции ќе зависи од стапката на штедење во земјата. Земја со висока стапка на штедење, која ги надминува домашните инвестициски можности, ќе може да ги финансира нејзините инвестиции и фискалниот дефицит. Меѓутоа, земја со ниска стапка на штедење или високи приватни домашни инвестициски опортунитети, ќе биде подложена на ризикот од „crowding out“ ефектот. Во последните неколку декади државите зазеле голем дел од приватните заштеди за буџетскиот дефицит.

Мора да се има предвид дека акумулацијата на долгот ги нема само оние погоре наведени ефекти, односно мора да се земат предвид и **психолошките**

²³ Види: de Larosiere J., "The Growth of Public Debt and the Need for Fiscal Discipline", *Public Finance and Public Debt*, Proceedings of the 40-th Congress of the International Institut for Public Finance, Innsbruck, 1984, стр. 22, цитирано дело.

реакции кои ги следат тие негативни ефекти. Тоа може да се случи, на пример, доколку оние кои поседуваат државни хартии од вредност ги предвидат намерите на монетарните власти да извршат притисок за проширување на понудата на пари. Тие може да се ослободат од нив или да ги претворат во краткорочни хартии од вредност. Таквата промена во портфолијата може да има реперкусии врз каматните стапки и врз тековните и идните перформанси на економијата.

Со значителното зголемување на залихата на вкупен јавен долг, финансискиот пазар станува повеќе изложен на промените во очекувањата. Ако индивидуите видат порелаксирана монетарна политика на хоризонтот, иако во моментот таа е рестриктивна, тие ќе ги поместат своите инфлаторни очекувања од краткорочни кон долгорочни. Тогаш тие ќе купат долгорочни обврзници само при поголеми дисконти. Овие видови финансиски инструменти се најбитни за приватната акумулација на капиталот. Кога се куси рокот на доспевање на долгот се намалува и можноста на државата да се ослободи од инфлацискиот проблем.

Во некои од земјите, учеството на краткорочни хартии од вредност во јавниот долг е значително високо. Таквиот зголемен проблем со финансирањето на растечкиот јавен долг може значајно да ги поремети тековите на алокација на капиталот на пазарот. Таквите интервенции никогаш не доаѓаат без цена во поглед на неефикасност, тие вообичаено се проследени со пониски стапки на раст и повисока невработеност.

Меѓународни последици. Кога ќе се погледнат меѓународните последици од растечкиот јавен долг, неопходно е да се направи разграничување помеѓу домашно-поседуван и странско-поседуван јавен долг. Ако нема ефекти врз каматните стапки, тогаш растечкиот домашен долг, предизвикан од значителен фискален дефицит, може да биде проследен со влошување во тековната сметка и депрецијација на девизниот курс. Тоа ќе се случи ако фискалниот дефицит води кон експанзија на агрегатната побарувачка и како последица ќе предизвика поголем увоз. Сепак, претпоставката дека нема каматни ефекти врз капиталната сметка не се реални. Во некои земји порастот на каматните стапки, предизвикано делумно од фискалната политика, привлечно странски капитал и тоа довело до апрецијација на девизниот курс. Таму каде што се случила, апрецијацијата имала спротивни ефекти врз остатокот од светот – некои позитивни и некои негативни ефекти. Од една страна, тоа го обесхрабрило извозот, а го охрабрило увозот. Според тоа, некои работни места поврзани со извозната индустрија или увозно супститутни индустрии биле изгубени и тоа довело до притисоци за протекционизам. Од друга страна, со засилениот увоз апрецира девизниот курс и се создаваат извозни алтернативи за други земји. Во секој случај, она што се смета за домашен проблем, евентуално, се одразува врз целиот свет.

Влијанието на високите каматни стапки врз земјите во развој со голем странски долг не треба да се потцени. За нив промена во каматните стапки од еден процентен поен прави значајни разлики во нивните трошоци за сервисирање на долгот. Тие високи трошоци може да ги намалат или неутрализираат бенефитите асоцирани со повисокиот извоз, зависно од отвореноста на нивните економии и големината на нивниот странски долг.

Со порастот на каматните стапки предизвикан со експанзијата на јавниот долг и со привлекувањето на странскиот капитал, а индиректно со тоа и финансирањето на дефицитот, земјите стануваат поекспонирани на можноста

дека во одреден момент странците може да одлучат да не ги зголемуваат или дури и да ги намалат залихите на нивните финансиски средства во дефицитните земји. Тоа може да предизвика ненадејно пренасочување во движењата на девизните курсеви со можни последици за светската економија.

За долгот деноминиран во странска валута е дискутирано многу, од аспект дека тој е проблем на земјите во развој. Понекогаш странскиот поседуван долг е различен од домашниот долг од еден значаен аспект: додека **сервисирањето на домашниот долг** претставува редистрибуција од една група луѓе на друга, при што директно не се намалува вкупниот реален доход во земјата, **сервисирањето на странскиот долг** директно ќе го редуцира вкупниот реален доход на земјата, бидејќи тој е исплатен на странците. Сепак, не треба да се постави голема линија меѓу нив, бидејќи ако правилно е инвестиран позајмениот странскиот капитал, тоа ќе резултира во зголемување на реалниот доход и ќе го олесни неговото сервисирање. Кога се јавува задолжување од домашни извори нема нето-додадени фондови за земјата, туку само трансфер од приватниот кон јавниот сектор.

Горната генерална слика за ефектите ќе биде надополнета со одредени констатации од страна на монетарните власти за директните ефекти од одредени модели за финансирање врз понудата на пари. Иако неоекејнзијанците сметаат дека дефицитното трошење е инфлаторно само за економија со блиско или полно ниво на вработеност, монетаристите и за двете финансирања, преку пари и обврзници, имплицираат дека дефицитите се секогаш инфлаторни кога тие се монетизирани. Според рамката обезбедена од OECD во минатото, ефектите врз понудата на пари може да бидат анализирани за алтернативни методи на финансирање на буџетските дефицити:²⁴

1) Како прво рангиран ефект, продажбата на државни обврзници на небанкарскиот приватен сектор е монетарна неутрална операција, бидејќи го остава непроменет износот на моќни пари во рацете на јавноста (освен за временскиот период меѓу продажбата на обврзници и потрошувачка на државата). Второрангирани ефекти може да се случат кога пазарот на капитал е тесен и поради тоа приватните позајмувачи се повеќе насочени кон банкарските кредити или пак кога државното позајмување настојува да ги зголеми реалните каматни стапки кои привлекуваат странски капитал, што, во тој случај, ќе ја зголеми понудата на пари. Поставувањето на краткорочен долг во рацете на домашните небанкарски субјекти ја зголемува пошироко дефинираната парична маса.

2) Финансирањето на буџетските дефицити преку Централната банка го зголемува поседот на моќни пари на приватниот сектор во ситуација кога Трезорот (државата) го троши депозитот што го примил во Централната банка како замена за долгот.

3) Заедно, акумулацијата на краткорочни хартии од вредност и државни обврзници во приватните банки имаат спротивни ефекти врз зголемувањето на домашната понуда на пари. Во случај на краткорочно финансирање, позајмувањето на приватниот сектор сигурно нема да биде под влијание, имајќи го предвид ликвидниот карактер на благајничките записи. Од друга страна, банкарските купувања на државни обврзници може делумно да бидат заменети

²⁴ Види: Goudswaard P. K. & Halberstadt V., "Debt Management in Small Open Economies", *Public Finance and Public Debt*, Proceedings of the 40-th Congress of the International Institut for Public Finance, Innsbruck, 1984, стр. 344.

со зајмувања на приватниот сектор со последица дека понудата на пари помалку или воопшто не се зголемува. Тоа зависи од однесувањето на портфолиото, готовинските и ликвидни ограничувања на банките. Тоа е случај кој зависи од тоа дали државниот долг претставува замена за готовина или ликвидни резерви или други средства. Кога се поставени квантитативни плафони на вкупните банкарски кредити, тогаш државниот и приватниот сектор директно си конкурираат во намерата да дојдат до слободен зајмовен капитал. Впрочем, долгорочното позајмување на државниот сектор може да биде финансирано и преку дополнително привлекување на приватни заштеди од банките, кое исто така ги ублажува ефектите на раст на понудата на пари.

4) Купувањето на државни обврзници од страна на нерезиденти, исто така, има спротивен ефект врз порастот на домашната понуда на пари.

Друг аспект за ефектите од дефицитното финансирање даваат Лемонт (1984) и ОЕЦД (1983b), сортирајќи ги во следните три групи:

а) **Ефект на каматните стапки.** Конвенционалната мудрост е дека големите и одржливи дефицити финансирани преку задолжување ги покачуваат реалните каматни стапки при дадено ниво на штедење и ги истиснуваат приватните инвестиции. Дефицитите може да се финансираат преку намалувањата во билансите на готовински текови на приватниот сектор под влијание на повисоките каматни стапки. Според тоа, при пониско ниво од полна вработеност, економската активност може да биде зголемена, но по трошок на намалување на каматно-сензитивната инвестициска побарувачка.

б) **Ефект на девизниот курс.** Притисоците на каматните стапки, посебно во мала отворена економија, ќе водат кон големи приливи на меѓународен капитал, кои го намалуваат или неутрализираат ефектот на дефицитната потрошувачка врз домашната каматната стапка. Во таков случај домашната валута, при *ceteris paribus*, потенцијално ќе апрецира и ќе влијае врз побарувачката за домашни разменливи добра и услуги.

в) **Портфолио-ефект.** Кога државните обврзници формираат растечки дел од приватните портфолија, поседувањето на приватни средства мора да се намали, повторно предизвикувајќи притисок врз каматните стапки. Сепак, ефектот на благосостојба влијае врз зголемување на фискалната ефективност. Кога расте штедењето, побарувачката за приватни средства (капитал) и/или паричното балансирање може да се зголемат со цел да се обнови составот на портфолиото. Кој од тие два побарувачки ефекти ќе превладее, ќе зависи од прашањето: дали обврзниците се поблиски портфолио-супститути за пари или за капитал? Ова прашање е единствено работа на избор на финансискиот микс. Фридман (1978) потенцира дека државните обврзници се главно супститути за приватни средства и не ја зголемуваат побарувачката за такви средства. Од друга страна, краткорочната или среднорочната хартија од вредност има претежно парични карактеристики, што упатува дека евентуалните промени во портфолиото може да имаат поволности за приватните инвеститори. При рамнотежа може да резултира и со „crowding in”, рефлектирајќи ја релевантноста на менаџментот со јавен долг.²⁵

Овие начини на финансирање, каде превладува задолжувањето, создале мало двоумење дека многу земји се презадолжиле во минатите години и дека сега ги сносат последиците од таквите потези. Како што е познато, ММФ игра

²⁵ Види: Friedman, B., “Crowding out or Crowding in? Economic Consequences of Financing Government Deficits”, *Brookings Papers on Economic Activity*, No. 3, 1978, стр. 593-641, цитирано дело.

главна улога во спроведување на потребното прилагодување преку класични мерки. Очекувањата се дека активната соработка меѓу кредиторите и должниците, како и имплементацијата на реални политики од страна на задолжените земји, значајно ќе ја подобри нивната економска ситуација.

Сепак, потребата на државата да обезбеди подобри економски услови за нејзините граѓаните, често пати, ја принудува да води експанзивна фискална политика која има за цел да ги стимулира економските актери на пазарот и да оствари повисоко ниво на економски раст. Токму таквата фискална политика создава одредени економски импликации, кои претходно беа споменати во генерална смисла. Иницијалниот позитивен ефект во поглед на економскиот раст е ефектот на мултипликаторот, кој делумно е неутрализиран со вториот ефект на истиснување на приватниот капитал (crowding out). Како трет ефект, кој произлегува од дефицитната фискална политика е т.н. ефект на „дефицити близнаци“ (Twin deficits) кој се согледува преку интермедијалниот ефект врз девизниот курс. Од овие ефекти најдобро може да се согледа влијанието на фискалната политика врз економскиот потенцијал за раст.

2.3.1. Ефект на мултипликаторот

Фискалната политика претставува силен инструмент, кој преку државната потрошувачка и даноците може да влијае врз агрегатната побарувачка на стоки и услуги во националната економија. Потребата за водење политика на буџетски дефицит, односно поголема јавна потрошувачка од наплатени јавни приходи е поттикната токму од нејзиниот импакт врз економскиот раст на земјата. Кога се менува понудата на пари или нивото на даноците, тогаш индиректно се влијае на кривата на агрегатна побарувачка преку потрошувачките одлуки на фирмите и на домаќинствата. Меѓутоа, кога државата се вклучува во економските текови преку државната потрошувачка, тогаш директно ја поместува кривата на агрегатна побарувачка.

Да земеме пример каде Министерството за одбрана на САД набавува борбени авиони од компанијата Боинг за 20 милијарди \$. За колку ќе се помести кривата на агрегатната побарувачка? Првичната импресија би била за истиот износ на државната потрошувачка. Сепак, тоа не е точно. Од тој аспект, релевантни се два макроекономски ефекта според кои поместувањето во кривата на агрегатна побарувачка се разликува од промената во државната потрошувачка. *Првиот*, ефектот на мултипликаторот, смета дека поместувањето во агрегатната побарувачка ќе биде поголемо од 20 милијарди \$. *Вториот*, crowding out-ефектот за кој подетално ќе се дискутира подолу, предлага дека придвижувањето на агрегатната побарувачка ќе биде помало од првичниот државен трошок.²⁶

Имено, државата со купувањето на тие авиони предизвикува соодветни реперкусии. Инстантно зголемената побарувачка доведува до зголемен ангажман на работна сила и профитабилно работење за компанијата Боинг. Таквото прогресивно влијание се пренесува и на заработките на вработените, како и на профитите на фирмите што предизвикува зголемување на потрошувачката за различни добра и услуги како резултат на зголемените наемнини. Државната побарувачка за авиони ја поттикнува побарувачката за

²⁶ Види Mankiew G., Brief Principles of Macroeconomics, 5ed

производи и од други фирми во економијата. Токму поради тоа што зголемувањето на државната потрошувачка за 1 парична единица (п.е.) предизвикува поголема агрегатната побарувачка од 1 п.е. се вели дека државната потрошувачка има **мултиплицирачки ефект** врз агрегатната побарувачка.

Мултиплицирачкиот ефект продолжува и по првата етапа. Растечката лична потрошувачка предизвикува фирмите да ги зголемуваат производните квоти преку ангажирањето на дополнителен труд и остварувањето на високи профити. Повисоките плати и профити повторно ја стимулираат потрошувачката, итн.

Графикон 2.1. Ефект на мултипликаторот



Извор: Манкју

Констатација е дека постои една позитивна повратна спрега (feedback) меѓу повисоката побарувачка која води кон повисок доход, а кој за возврат креира дури и повисока побарувачка. Сумирањето на сите овие ефекти демонстрира дека вкупниот импакт врз побаруваните добра и услуги може да биде далеку поголем од иницијалниот импулс од повисоката државна потрошувачка. Тој ефект може илустративно да се види од графиконот 2.1.

Зголемената државна потрошувачка во износ од 20 милијарди \$ ја поместува кривата на агрегатна побарувачка од AD_1 на AD_2 , но реакцијата на потрошувачите на зголемениот доход дополнително ја поместува кривата во положбата AD_3 .

Ефектот на мултипликаторот инициран како одговор на потрошувачката може да биде засилен со инвестициски планови како одговор на повисоките нивоа на побарувачка. Во конкретниот пример тоа би значело дополнителни инвестиции на Боинг во набавка на нова опрема, изградба на нови производни капацитети. Во овој случај, повисоката државна побарувачка поттикнува

повисока побарувачка за инвестициски добра. Овој позитивен „фидбек“ помеѓу побарувачката и инвестициите е познат како **инвестициски акцелератор**.

Од ефектот на мултипликаторот може да се изведе формулата на потрошувачкиот мултипликатор според која круцијален елемент претставува **маргиналната склоност кон трошење** (MPC) – дел од екстра доходот што домаќинството го троши наместо да го штеди. За илустрација се претпоставува дека склоноста кон потрошувачка е $\frac{3}{4}$. Тоа подразбира дека од секој заработен долар на домаќинството, 0,75 \$ се наменети за потрошувачка наспроти 0,25 \$ за штедење. Всушност, при MPC од $\frac{3}{4}$, 15 милијарди \$ од заработката на работниците и сопствениците на Боинг од нарачката на државата, која изнесува 20 милијарди \$, ќе ги наменат за зголемување на потрошувачката.

За да може подобро да се утврди влијанието врз агрегатната побарувачка од промените во државната потрошувачка, ќе се оди чекор по чекор. Процесот започнува со набавката на државата, износ за кој соодветно се зголемува доходот (заработката и профитот). Порастот во доходот води кон зголемување на потрошувачката за MPC*20 милијарди \$, која за возврат го зголемува доходот за работниците и сопствениците на фирмите кои ги произведуваат потрошувачките добра. Второто зголемување на доходот повторно ја поттикнува личната потрошувачка, но сега за MPC * (MPC * 20 милијарди \$). Овие „фидбек“-ефекти продолжуваат континуирано. Според тоа, мултипликаторот = $1 + MPC + MPC^2 + MPC^3 + \dots$ ни ја покажува побарувачката за добра и услуги што се креира со 1 п.е. од државната потрошувачка. Мултипликаторот потсетува на геометриска серија $1 + x + x^2 + x^3 + \dots = 1/(1-x)$, каде x коинцидира со MPC. Од таму, **мултипликаторот = $1/(1 - MPC)$** .

Во примерот каде MPC = $\frac{3}{4}$, мултипликацијата е $1/(1 - \frac{3}{4}) = 4$. Тоа значи дека државна потрошувачка од 20 милијарди \$ ќе генерира побарувачка за добра и услуги од 80 милијарди \$. Поголемата MPC подразбира и поголем мултипликаторот.

Логиката на мултипликаторот не се однесува само на компонентата на државна потрошувачка, тука и на сите останати сегменти од БДП - лична потрошувачка, инвестиции и нето извоз. Сличен пример може да биде падот во нето извозот за САД добра и услуги во износ од 10 милијарди \$. Намалената потрошувачка за американски добра го потиснува националниот доход, кој ја намалува потрошувачката на домашните потрошувачи. При MPC од $\frac{4}{5}$, падот од 10 милијарди \$ во нето извозот ќе се реплицира со контракција во агрегатната побарувачка од 40 милијарди \$.

Кога се зборува за ефектите од промените во фискалната политика треба да се земат предвид и промените на страната на приходите, односно даноците и како тие се рефлектираат на резултатот. Претходно видовме како промените во државната потрошувачка предизвикуваат промени во националниот производ, проследено со соодветните ефектот на мултипликатор и „crowding out“-ефектот. Функционирањето на вториот инструмент на фискалната политика - **оданочувањето**, може да се согледа преку намалувањето на персоналниот данок на доход, кој го зголемува доходот што домаќинствата го носат дома. Еден дел од тој доход ќе го заштедат, а еден дел ќе го наменат за потрошувачка. Поради промените во потрошувачката, доаѓа и до поместување во кривата на агрегатната побарувачка кон десно. Слично, порастот на даноците ќе ја намали потрошувачката и ќе ја помести кривата на агрегатната побарувачка кон лево.

Нормално, како и кај првиот инструмент - **државната потрошувачка** ѝ овде се јавуваат ефектот на мултипликаторот и „crowding out“-ефектот. Кога

државата ги крати даноците и зголемува потрошувачката предизвикува пораст на заработката и профитите, кои понатаму дополнително ја стимулираат потрошувачката. Ова е **ефектот на мултипликаторот**. Од друга страна, повисокиот доход води кон поголема побарувачка за пари, која предизвикува пораст на каматните стапки. Повисоките камати го прават задолжувањето да биде поскапо и причинуваат пад во инвестициската активност. Ова е „**crowding out**“- **ефектот**. Во зависност од големината на овие две импликации ќе зависи и тоа за колку ќе се помести кривата на агрегатна побарувачка.

Сепак, покрај овие два ефекта, кога се анализира инструментот на даноците, треба да се имаат предвид и перцепциите на домаќинствата за временската трајност на промената во даноците, односно дали промената на даноците е привремена или трајна. Во случај на **перманентно кратење на даноците**, првичната реакција на потрошувачот ќе биде зголемена потрошувачка поради влијанието на екстра доходот. Тоа ќе има огромен одраз врз агрегатната побарувачка. Обратно се случува кога домаќинствата перцепираат привремен рез на даночната страна. Тоа го сметаат за мало зголемување на финансиските ресурси и затоа за мал износ ќе ја зголемат потрошувачката, што ќе има мал одраз врз агрегатната побарувачка. За таков пример се зема привремениот даночен рез во 1992 год. од страна на Претседателот на САД, Џорџ В. Буш, со цел да се справи со растечката рецесија во претстојната кампања за реизбор. Тој објавил намалување во износот на данокот на доход кој бил пресметуван од страна на федералната власт на платите на работниците. Тоа значело привремен заем од државата, бидејќи немало промена во законските стапки на данокот на доход, што - разбирливо имало мало влијание врз потрошувачката и агрегатната побарувачка.

2.3.2. “Crowding out”- ефект

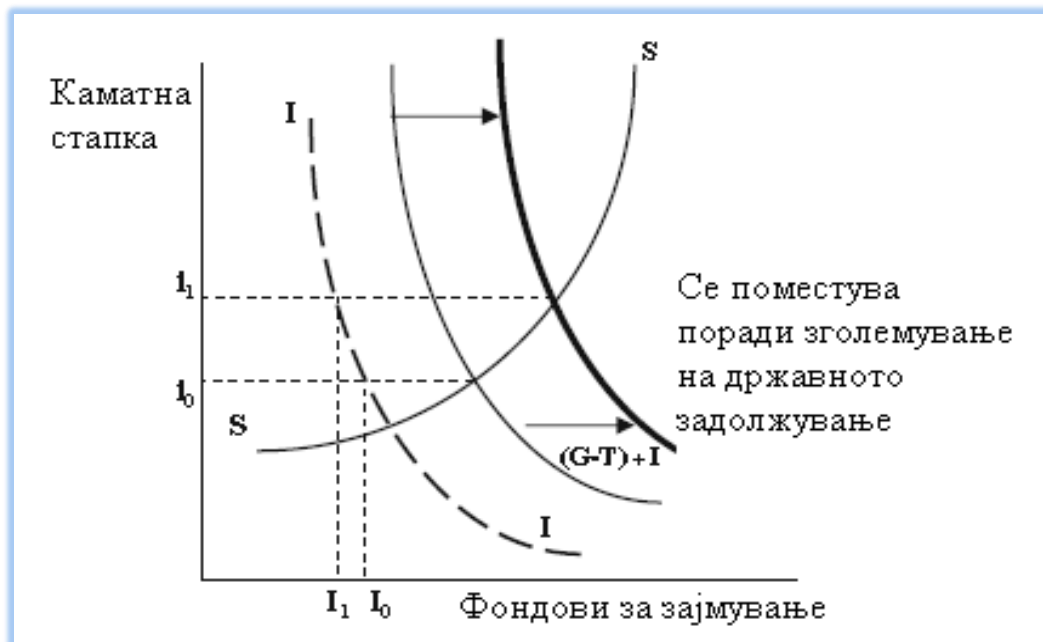
Кога станува збор за финансирање преку задолжување, треба да се имаат предвид и некои негативни импликации. Најдоминантна критика во овој контекст е истиснувањето на приватните капитални инвестиции од страна на државното позајмување (задолжување). При елаборацијата на овој ефект ќе се употреби идентитетот за национално штедење (ИНШ) со исклучување на странскиот сектор,²⁷

$$(G - T) = (S - I), \text{ односно } \Rightarrow \quad [(G - T) + I] = S \quad (2.1)$$

Каде левата страна од горната равенка ја претставува вкупната побарувачка за позајмување. Таа е составена од две компоненти: 1) државната побарувачка за зајмливи фондови (G-T) и 2) побарувачката на приватниот сектор за зајмливи средства за капитални инвестиции (I). Додека, пак, десната страна од равенката ја претставува понудата на зајмливи фондови, односно националното штедење (S).

²⁷ Види: Langdana K. Farrokh, “Macroeconomic Policy-Demystifying Monetary and Fiscal Policy”, Springer Science+Business Media, LLC 2009, стр. 32, цитирано дело.

Графикон 2.2. „Crowding out“ - ефект



Извор: Лангдана, 2009

Еквилибриумската каматна стапка е утврдена при i_0 , точката на пресек на побарувачката и понудата на зајмливи фондови. При ова ниво на каматни стапки (се претпоставува 7%) нивото на приватен капитал е I_0 . Тоа е приватната побарувачка за фондови за зајмување при постоечки севкупни каматни стапки i_0 .

Зголемената државна побарувачка за зајмување со цел финансирање на буџетските дефицити доведува до поместување на вкупната побарувачка кон десно, како што е прикажано на Графиконот 2.2. Тоа причинува нагорно движење на севкупните каматни стапки кон i_1 (во примерот, 8,25%). Порастот на каматните стапки (трошокот за позајмување) придонесува за намалување на побарувачката на приватниот сектор и поместување во точката I_1 . Тука приватните инвестиции се истиснати од големиот државен апетит за зајмливи фондови. Тоа придонесува приватниот сектор да не може да одговори на истото повисоко ниво на планиран приватен капитал I_0 и последователно се спушта на пониско ниво I_1 . Износот за кој приватниот капитал се намалил, односно бил „crowded out“ (истиснат) е $(I_0 - I_1)$.

Сепак, прокламаторите на големите дефицити финансирани преку обврзници сметаат дека ако правилно се вклучени капиталните текови поврзани со дефицитите од тековната сметка, тогаш каматните стапки би се намалиле со капиталните приливи и ефектите од секаков „crowding out“ би биле подносливи, ако не и отстранети. Таков бил случајот во САД од 1984-`87 год. каде дефицитите биле финансирани од странство.

При „crowding out“ се претпоставува дека дефицитот се финансира од домашни извори и дека има релативно ограничен износ на фондови расположливи за домашни потреби. Согласно со тоа, колку повеќе државата позајмува, толку помалку му остава на располагање на приватниот сектор. Ова

толкување брзо било негирано во тој период кога се случиле приливи од странски фондови насочени не само кон јавниот, туку и кон приватниот сектор. Конечно во средината на 1984 год. Одборот на федералните резерви (ФЕД) прибегнал кон порелаксирана монетарна политика. Големиот буџетски дефицит не ги премислил монетарните власти во таа нивна намера. Тој фактор, заедно со дерегулацијата, ги намалиле финансиските стеги, кои можеби биле резултат на недостаток од расположливи фондови. Тоа не значи дека овој феномен нема да се појави во иднина, односно побарувачката за фондови од страна на бизнис-секторот нема секогаш да биде скромна, државата нема да може секогаш да очекува дека голем дел од дефицитот ќе се финансира од странство и монетарната политика нема да биде секогаш високо флексибилна.²⁸

Пол Кругман во едно интервју изјавил дека: доколку економијата се наоѓа во нормална состојба, при дефицитно должничко финансирање ќе дојде до фискално оптоварување (зголемување на долгот проследено со идни поголеми даноци) и истиснување на приватниот сектор. Меѓутоа, во сегашни услови на депресија, стриктната монетарна политика, која е вообичаена одбрана против рецесија, стои цврсто против врзување за каматна стапка од 0%. Тоа го ослабува првиот аргумент, но сè уште е точно дека порастот на државната потрошувачка го зголемува јавниот долг, но не како еден за еден, бидејќи повисоката потрошувачка го зголемува БДП и приходите, кои пак го намалуваат иницијалниот трошок.

Меѓутоа, друго се случува кај вториот аргумент, „crowding out“. Во сегашни економски услови, главна детерминанта за инвестициите е состојбата во економијата, односно сето она што ја подобрува економијата, вклучувајќи ги и фискалните стимулации води кон повеќе инвестиции и го зголемува идниот потенцијал на економијата. Тоа значи дека при тешки економски времиња дефицитната потрошувачка нема да води до „crowding out“, туку напротив кон „crowding in“. Всушност, може да се дебатира дека најлошата работа што може да се направи за идните генерации во овој момент е да не се водат политики на големи дефицити. Очигледно дека тоа нема да биде секогаш така. Кога - тогаш ќе се најде излез од ликвидната стапица и повторно ќе се реактивираат нормалните правила за водење на одговорна економска политика.²⁹

2.3.3. Ефект врз девизниот курс

Иако постои општа согласност дека кретењето на буџетските дефицити и долг ќе ги намали каматните стапки, останува дебатата за ефектите врз девизниот курс. Во Август 1995 год. некои претставници учесници на Jackson Hole-симпозиумот за „Буџетски дефицити и долг: прашања и опции“ спонзориран од Федералната банка на Канзас сметале дека девизниот курс ќе се зајакне со намалувањето на дефицитот, додека други сметале дека ќе биде ослабен. За жал, доказот за врската меѓу буџетските дефицити и девизниот курс не ја разрешил таа дебата. Во раните 1980-ти растечкиот буџетски дефицит на САД бил проследен со апрецијација на доларот, додека во 1990-тите, растечките дефицити во Финска, Италија и Шведска биле придружени со депрецијација на валутите. Во таквата дебата претседателот на ФЕД – Гринспен и гувернерот на

²⁸ Види Santow J. L., „The Budget Deficit: The Causes, the Costs, the Outlook“, New York Institute of Finance, 1988, стр. 140-141.

²⁹ Види Krugman P., „Crowding In“, NY Times, September 28, 2009.

Банката на Канада сметале дека намалувањето на дефицитот ќе води кон апрецијација на валутата, додека професорите Мартин Фелдштајн и Пол Кругман го тврделе обратното, депрецијација. Таквата дебата била последица на нејасната теорија за ефектот од дефицитот врз девизниот курс, односно едните ефекти го зголемувале, а другите го намалувале девизниот курс. Затоа, тука ќе се согледаат директните и индиректните ефекти од намалувањето на дефицитот врз побарувачката за зајмливи фондови, кои водат до различни ефекти врз девизниот курс.

Намалувањето на дефицитот може да води кон послаб девизен курс. Тоа директно се рефлектира на каматните стапки и девизните курсеви, бидејќи ја намалува побарувачката за зајмливи фондови. Видовме дека кога државата води буџетски дефицит се позајмува на пазарот на капитал и се задолжува за да плати за поголемата потрошувачка во однос на даночните приходи. Затоа, ако буџетскиот дефицит опадне, тогаш државата помалку ќе се задолжува, што предизвикува помала побарувачка за капитал и намалување на каматната стапка.³⁰ Падот на каматната стапка го намалува и девизниот курс. Кога домашните средства носат помали стапки на принос предизвикува продажно расположение кај инвеститорите, кои настојуваат да ги продадат домашните хартии од вредност со пониски стапки на принос и да купат странски хартии од вредност со повисоки стапки на принос. Кога инвеститорот продава домашна хартија од вредност за да купи странска, тој прво ја продава домашната хартија од вредност за домашна валута и неа ја употребува за купување на странска валута со која купува странска хартија од вредност. Таквата трансакција предизвикува депрецијација во девизниот курс, односно падот во каматните стапки ја намалува побарувачката за домашна валута на девизниот пазар.

Намалувањето на дефицитот може да води кон посилен девизен курс. Додека намалувањето на дефицитот води директно кон намалување на побарувачката за капитал од страна на државата, тоа индиректно може да води кон пораст во побарувачката за капитални фондови од страна на приватните инвеститори. Порастот во побарувачката за фондови може да биде предизвикан од еден од следните три ефекта: **1) пониска очекувана стапка на инфлација;** **2) пониска ризична премија за девизниот курс;** и **3) повисока очекувана стапка на поврат на домашните хартии од вредност.** Тие индиректни ефекти ги стимулираат приватните инвеститори да ја зголемат нивната побарувачка за домашни во однос на странските хартии од вредност. Со замената на странските со домашни хартии од вредност, инвеститорите го зголемуваат девизниот курс.

Прво, намалувањето на дефицитот може да ја намали очекуваната инфлација. Штом некои држави го финансираат дефицитот преку печатење пари или монетизирање на дефицитот од страна на монетарните власти, многу аналитичари веруваат дека проектираната линија на буџетскиот дефицит води кон повисока инфлација. Затоа, ако државата го намали буџетскиот дефицит, долгорочните инфлаторни очекувања ќе се намалат. Со други зборови, намалувањето на идните буџетски дефицити може да ги намалат стравовите на инвеститорите дека, евентуално, дефицитот ќе биде монетизиран. Падот во долгорочните инфлаторни очекувања може да има различни ефекти врз девизниот курс. Падот во очекуваната инфлација може да

³⁰ Види: Hakkio C., "The Effects of Budget Deficit Reduction on the Exchange Rate", Federal Reserve Bank of Kansas City, Third Quarter 1996

ја намали премијата за инфлација во долгорочните каматни стапки и ќе придонесе за намалување на долгорочните каматни стапки. Таквиот пад во долгорочните каматни стапки ќе ја намали атрактивноста на хартиите од вредност на САД, што ќе резултира со намалување на девизниот курс. Меѓутоа, тенденцијата на девизниот курс да опаѓа може делумно да биде неутрализирана. Обично, долгорочните каматни стапки не паѓаат еден за еден со намалување на очекуваната инфлација. На пример, ако очекуваната инфлација се намали за 100 базични поени, номиналната долгорочна каматна стапка може да се намали само за 80 б.п.³¹ Во таков случај реалната каматна стапка ќе се зголеми за 20 б.п. Тоа ќе ја зголеми привлечноста на хартиите од вредност на САД кои може да предизвикаат пораст на девизниот курс. Кои од овие два ефекти предизвикани со намалувањето на долгорочните инфлаторни очекувања влијаат врз девизниот курс е емпириско прашање. Сепак, повеќето аналитичари веруваат дека пониската очекувана инфлација предизвикува девизниот курс да расте.³² Тие веруваат дека намалувањето на очекуваната инфлација ја зголемува довербата во монетарната политика што ултимативно води кон посилен девизен курс.

Соодветно, редуцирањето на дефицитот може да води кон пониски даноци денес или во иднина. Според Фелдштајн, ако САД воделе балансиран буџет од 1980 год., маргиналните даночни стапки би се намалиле од 31 на 22%. Таквите пониски маргинални даночни стапки би ги зголемиле стапките на поврат на домашните средства по оданочување, што крајно води кон посилен девизен курс. Штом маргиналните даночни стапки ги пореметуваат стимулациите, нивното намалување ќе влијае за намалување на неефикасноста. Во поефикасна економија може да се очекува повисока стапка на поврат на домашните средства, која ќе предизвика поголема побарувачка за САД на средства и крајно посилен девизен курс.³³

Овие аргументи се причина зошто многу од политичарите се опседнуваат со дилемите кои од овие ефекти превладуваат. Во тој контекст, поверојатно е индиректните ефекти да доминираат над директните во случаи кога намалувањето на дефицитот е кредибилно, долгорочно и одржливо. Единствено во тој случај намалувањето на дефицитот може да има значаен ефект врз очекуваната инфлација, ризичната премија и очекуваната стапка на поврат на домашните хартии од вредност. Според тоа, кредибилното, долгорочно и одржливо намалување на дефицитот ќе ги поттикне приватните инвеститори да го зголемат поседот на домашни хартии од вредност што води кон посилен девизен курс.

Друг случај на доминирање на индиректните ефекти е кога **ризикот на монетизација е голем**, ризикот на неплаќање е голем или кога очекуваната стапка на поврат на домашните хартии од вредност значително се зголемува. Тие услови може да држат поради три причини. Ризикот од монетизација е поголем во држава која има повисока стапка на инфлација, бидејќи земјата

³¹ Најмала мерка за котирање на стапката на принос на обврзница, запис или друг должнички инструмент. Еден базичен поен е една стотинка од еден процент (0.01%): стапка на принос од еден процент е еднаква на 100 базични поени. На пример, каматна стапка од 5 % е за 50 базични поени повисока од каматна стапка од 4,5%.

³² Види: Mishkin, F., "The Economics of Money, Banking, and Financial Markets", 3rd ed., New York: Harper Collins College Publishers, 1992, стр. 487

³³ Види: Feldstein M., "Overview," in Budget Deficits and Debt: Issues and Options, a symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, 1995a, стр. 403-12. "Lower Deficits, Lower Dollar," Wall Street Journal, May 1, 1995b.

показала подготвеност да ја толерира високата стапка на инфлација. Ризикот од неплаќање го зголемува нивото на задолженост. Очекуваната стапка на поврат на домашните средства се зголемува кога дефицитот е значително намален преку кратење на страната на државната потрошувачка. За жал, не може едноставно да се детерминира големината на тие ефекти. За тие цели се потребни длабоки емпириски студии.

2.3.4. Ефект на „дефицити близнаци“ - “Twin Deficits”

При објаснувањето на поврзаноста на буџетскиот со трговскиот дефицит, познати во економската теорија како „дефицити близнаци“ (Twin Deficits), како и претходно кај истиснувањето на приватниот капитал, ќе се употреби идентитетот (равенката) на националното штедење. За таа цел, прво ќе се објасни овој термин, а потоа преку него ќе се објасни поврзаноста меѓу буџетскиот и трговскиот дефицит.

Ако вредноста на домашниот производ (реалниот БДП) е Y , а увозот на добра и услуги - “Imp”, тогаш вкупните расположливи добра и услуги во една економија ќе биде $(Y+Imp)$. Овој вкупен производ (“output”) е еднаков на приватната потрошувачка (C), капиталната инвестициска потрошувачка (I), државната потрошувачка (G) и странската потрошувачка означена како извоз (Exp). Изразено преку равенка, ќе изгледа како:³⁴

$$Y + Imp = C + I + G + Exp, \text{ односно } Y = C + I + G + (Exp - Imp) \quad (2.2)$$

Каде: Y е националниот производ; C – приватната потрошувачка составена од потрошувачката на домаќинствата за добра и услуги, но не и за нови домови; I – капиталните инвестиции, кои содржат трошења на фирмите за нови фабрики и опрема, службени згради, машини и инвентар. Тука исто се опфатени и трошењата на домаќинствата за нови домови; G – државна потрошувачка за добра и услуги; Exp – извоз на добра и услуги (странска потрошувачка); Imp – увоз на добра и услуги.

Ако Y добрата и услуги се произведени и продадени во економијата, тогаш доходот од продажбата на добрата од вредност Y ќе бидат Y долари, фунти, денари или која било друга национална валута. Националниот доход се употребува еден дел за приватна потрошувачка (C), еден дел се штеди (S) и еден дел е апсорбиран преку нето даночни приходи (T), даноци минус трансфери.

$$Y = C + S + T \quad (2.3)$$

Првата равенка (2.2) покажува како националниот доход е дистрибуиран, додека равенката (2.3) како е поделен доходот од продажбата на производот меѓу националната потрошувачка, штедење и даноци. Со изедначувањето на овие две равенки (2.2) и (2.3) се добива **идентитетот (равенката) на националното штедење**:

$$C + I + G + (Exp - Imp) = C + S + T, \text{ или поедноставено} \\ (G - T) = (S - I) - (Imp - Exp) \quad (2.4)$$

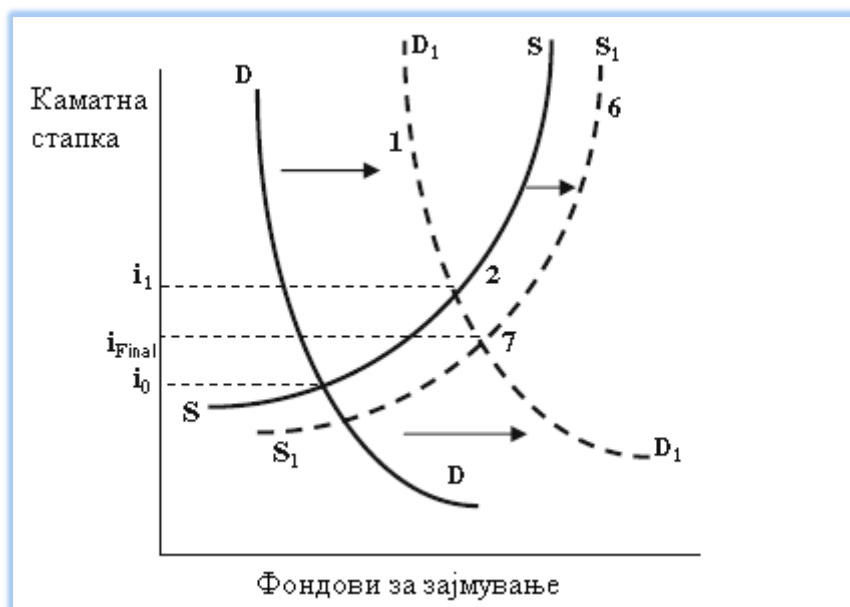
³⁴ Види: Langdana, цитирано дело, стр. 33.

Терминот (G-T), разликата меѓу државната потрошувачка и националните даночни приходи, го претставува **националниот буџетски баланс**. Ако (G-T) е позитивен, тогаш има **буџетски дефицит**, државната потрошувачка ги надминува даночните приходи. Меѓутоа, ако тој е негативен, националниот буџет е во **суфицит**.

Последниот термин (Imp-Exp) е дефиниран како баланс на тековната сметка. Ако овој термин е позитивен, тогаш економијата се соочува со дефицит во тековната сметка. Доколку има негативна вредност, тогаш се појавува суфицит. Статистиката за тековната сметка опфаќа трговија (извоз минус увоз) на добра и услуги, заедно со глобален нето инвестициски доход и нето унилатерални трансфери (странска помош или трансфери од странство). Сепак, за полесна примена, инвестицискиот доход и трансферите од странство се опфатени со терминот (Exp), додека исплатените доходи (и направените трансфери) на странци претставуваат одливи на фондови и се вклучени во терминот (Imp).

При употребата на националното штедење за објаснување на буџетскиот и трговскиот дефицит се претпоставуваат две работи. **Прво**, дека дефицитите се целосно финансирани преку обврзници. **Второ**, дека фискалниот и монетарниот кредибилитет се стабилни. Тоа подразбира дека централната банка има долгорочна репутација за одржување на монетарната дисциплина и дека нема да попусти под притисокот на државата за монетизација и водење на дефицити предизвикани од неодговорно државно трошење. Политичката клима е стабилна. Националниот долг е „без ризик“ или со низок ризик.

Графикон 2.3. “Twin Deficits“



Извор: Лангдана, 2009

Со претпоставката дека дефицитите се финансираат со обврзници во стабилна економија, левата страна од идентитетот на национално штедење (ИНШ) - (G-T) - е фактички побарувачката за позајмување, додека другата страна од равенката - (S-I) - (Imp-Exp) - ја сочинува понудата на фондови за зајмување. Графиконот 2.3 го претставува пазарот на фондови за зајмување со иницијална каматна стапка i_0 каде побарувачката за позајмување се изедначува со понудата

на заеми. Тука i_0 е ендегено детерминирана рамнотежна каматна стапка која **превладува** во економијата. Каматната стапка на **безризичните**, краткорочни домашни државни обврзници може да служи како добар претставник за i_0 .

Макроекономската причинско последичната насока преку која се поврзуваат “Twin” дефицитите за одреден циклус на позајмување ќе се образложи преку 7 чекори. Првиот чекор го демонстрира толерантното однесување на централната банка кон буџетскиот дефицит финансиран со позајмување (штом се претпоставува дека тука нема монетизација), односно зголемувањето на побарувачката за зајмливи фондови и поместувањето на кривата DD надесно кон D_1D_1 . Поместувањето на кривата кон десно ги зголемува каматните стапки кон повисоко ниво на еквилибриум, i_1 - (2). Веќе во третиот чекор анализата се пренесува на глобалниот сектор. Имено, како што постепено каматните стапки на сигурносните домашни државни обврзници ги надминуваат оние на другите земји, тоа доведува до преориентирање на домашните и странските инвеститори кон повисоките стапки на принос и неризичниот домашен државен долг.³⁵ Тие инвеститори во кои влегуваат индивидуи, осигурителни компании, глобални инвестициски фондови, држави, итн., треба да ги заменат нивните валути за домашната валута, на пример, јен или евро за долар, ако се претпостави дека во оваа илустрација САД е „домашната“ земја. Зголемената побарувачка за домашна валута – САД \$ - ја поскапува оваа валута во однос на странската на глобалните девизни пазари. Со други зборови, домашната валута апрецира во однос на странската (од 1\$ - 100 п.е. на 120 п.е. од странската валута) - (3). Со зајакнувањето на домашната валута, увозот станува „поевтин“ за домашните резиденти, додека домашниот извоз станува „поскап“ за странските потрошувачи, кои треба да разменат повеќе единици од нивните валути за една единица од домашната валута - (4). Оттука, поголемиот увоз од извоз ја влошува тековната сметка и економијата, која го презема на себе домашниот буџетски дефицит, се соочува со влошување на балансот во тековната сметка. При такво сценарио, навистина постои поврзаност меѓу “Twin” дефицитите.

Според тоа, буџетскиот дебаланс (G-T) влијае врз придвижувањето на ИНШ и преку тоа врз каматните стапки и девизните курсеви, што на крај резултира со намалување на балансот во тековната сметка или можеби со влошување на дефицитот на тековната сметка. Сепак, релевантно за оваа симулација е да се потенцира дека станува збор за *флексибилен режим на девизен курс*. Друго се случува кога има *фиксен режим на девизен курс*, односно интервенцијата на Централната банка за отстранување на притисокот врз девизниот курс ќе резултира со директно зголемување на паричната маса во земјата, предизвикувајќи инфлаторни тенденции и секако негативен “crowding out”-ефект.

Силната коваријанса помеѓу овие дефицити била силно демонстрирана во 1980-тите и во 2002-тата во САД, а во раните 1990-ти и во Германија. Двете земји морале да се ориентираат кон емисија на големи износи на обврзници за да ги финансираат нивните буџетски дефицити: Американците ги финансирале нивните „мамутски“ буџетски дефицити, како и енормната потрошувачка на нивните домаќинства, додека Германците ги финансирале издатоците

³⁵ Треба да се има предвид дека разликите меѓу каматните стапки не се единствениот фактор кој ги придвижува капиталните текови. Исто така, многу важна компонента за привлекување на капитал е долгорочниот макроекономски изглед на економијата.

произлезени од падот на „германскиот сид“ изразени преку инфраструктурна побарувачка од поранешната Источна Германија.

Со експлоатацијата на поевтин увоз на домашната економија, странците акумулираат депозити од домашната валута. На пример, САД акумулираат увоз од Јапонија и Кина, додека суфицитите на тековните сметки на тие две земји акумулираат доларски депозити. Потоа тие депозити се реинвестираат во безбедносни, високоносечки приносни средства во домашната економија (во примерот САД). Всушност, домашната економија се соочува со дефицит во тековната сметка, но од друга страна доживува прилив на капитал, односно суфицит во капиталната тековна сметка. Тоа може да се види во 6-тиот чекор, каде приливот на капитал резултира со зголемување на понудата на зајмливи фондови, предизвикувајќи поместување на кривата SS кон S_1S_1 . Имено, капиталниот прилив, во краен случај, придонесува за постигнување на ново пониско ниво на еквилибриум за каматните стапки i_{Final} .

Капиталните приливи ги надополнуваат домашните заштеди (се зголемува понудата на зајмливи фондови) со што позитивно се одразуваат врз домашните каматни стапки. Скоро 40-60% од дефицитите на САД и виртуелно 100% од каматните трошоци за државниот долг се финансирани со масивни капитални приливи придружени со дефицитите во тековните сметки. Информативно, во раните 2000 год., огромни нето капитални приливи од Азија (претежно Кина и Јапонија) финансирале фабрики за автомобили, вложувања во недвижности, хипотекарни хартии од вредност и значаен дел од високо обучен трудоинтензивен производствен сектор. Како дополнување, значаен дел од почетните вложувања во информативниот сектор биле обезбедени преку „мамутски“ капитални приливи поврзани со дефицитите во тековната сметка на САД.

Според тоа, дефицитната буџетска политика на земјата предизвикува дефицит во тековната сметка, но истовремено и остварува бенефиции од капиталните приливи што служи за одржување на ниско ниво на каматни стапки. До кога може да се одржува овој начин на финансирање со обврзници?

Во таква ситуација, „одржлив“ дефицит финансиран со обврзници е дефиниран како нешто што може континуирано да се повторува преку издавање на дополнителни обврзници со достасувањето на тековните обврзници. ***Сè додека инфлациско адаптираната (реалната) стапка на државни обврзници е помала од стапката на раст во економијата, дефицитите се дефинираат како одржливи и моделот на ИНШ финансиран со обврзници може да продолжи да се применува без потешкотии.***

Меѓутоа, „неодржлив“ дефицит е оној кој експлодирал и не може повеќе да се одржува под контрола со натамошно финансирање преку обврзници, односно домашните и странските инвеститори одбиваат да апсорбираат поголем дел од државниот долг во нивните портфолија. Тогаш масивната монетизација е неизбежен исчекор, односно „загубата“ во реалната вредност на каматната стапка на државниот долг ја надминува стапката на раст на економијата.³⁶

Флексибилното „правило на палецот“ за Г7 економиите е дека одржливоста подразбира стапка на буџетски дефицит/БДП помал од 5%. Меѓутоа, далеку построг критериум е наметнат со Мاستришката спогодба од

³⁶ Пошироки сознанија за одржливоста на буџетскиот дефицит може да се добијат од делото на Sargent and Wallace, “Some Unpleasant Monetarist Arithmetic”, Federal Reserve Bank of Minneapolis, *Quarterly Review*, Winter 1985.

1991 год., според која за една земја да може да се квалификува за членство во Европската монетарна унија (ЕМУ) мора да има показател на буџетски дефицит/БДП од 3%.

2.4. Извори за финансирање на буџетските дефицити

Секоја земја може да го планира или да го има секое ниво на буџетски дефицит, односно јавна потрошувачка, но изразено во *номинални* вредности. Меѓутоа, во реални вредности или како сооднос од националниот доход, земјата ќе увиди конкретен лимит поставен на големината на дефицитот или потрошувачката. Тој лимит не е константен и се разликува помеѓу одделни земји или во одредена земја во различно време. Обидот од страна на владејачките политичари да се надмине тоа ограничување, често пати, се покажал како контрапродуктивен и фрустрирачки. Доколку политичарите на почетокот на фискалната година планираат да го надминат тој лимит, на пример, преку изгласување на повисоко ниво на јавна потрошувачка изразено во реални вредности, тие ќе ја согледаат фрустрацијата во таквите планови дури на крајот од фискалната година кога ќе увидат дека стапката на дефицитот (јавната потрошувачка)/националниот доход е пониска од планираната или фактичката. Тие ограничувања во јавната потрошувачка произлегуваат од постојните ограничувања во изворите на финансирање на нивните дефицити.

Иако голем број од економистите своето внимание го фокусирале на *последниците*, во следниот дел ќе се утврдат *изворите* за финансирање на дефицитот. Потоа, со оглед на неговото потекло, од САД и развиените индустриски земји, нагласена е разликата помеѓу финансирање со обврзници и пари. Тековно големо внимание се посветува на задолжувањето од странство, како поатрактивен тековен модел за финансирање на дефицитите. Меѓутоа, реалноста е далеку покомплицирана и на изненадувањата за начинот на кој се финансираат фискалните дефицити им нема крај.

Фискалниот дефицит може да се финансира на повеќе начини. Со краток опис на дел од нив ќе се добие претстава за ограничувањата на фискалните дефицити. Со цел да се земат предвид сите поголеми извори на финансирање, дефицитот е дефиниран врз растечка основа. Тука се прави разлика помеѓу надворешни и домашни извори на финансирање.

Надворешно финансирање. Надворешното финансирање може да се појави во најмалку четири категории: **грантови, концесионерски заеми, комерцијално позајмување и акумулирање на долг.**

Грантовите можат да се јават во три вида. *Прво*, тие можат да бидат во форма на *готовина*. Земјата-донатор (САД, Холандија, Германија, Шведска, итн.) може да ѝ обезбеди на дефицитната земја одреден износ во странска валута за финансирање на дефицитот. Секако дека износот во домашна валута ќе биде детерминиран од девизниот курс. Доколку владата има надворешна потрошувачка (увоз од страна на јавниот сектор или сервисирање на обврски по основа на надворешен долг), тогаш грантот може да биде искористен директно за тие цели. *Второ*, грантовите можат да имаат форма како *помош во стока*. На пример, државата може да добие ориз, брашно или некоја друга стока од земјата-донатор. Таквата стока државата може понатаму да ја продаде на домашниот пазар за прибирање на капитални средства за финансирање на дефицитот или пак да ја искористи директно како „исплата“. Третата форма на

грант е *помош преку проекти*, каде земјата-донатор се обврзува да ги покрие сите трошоци поврзани со конструкцијата на даден проект (зграда, пат, итн.). Во тој случај подеднакво се зголемуваат дополнителното трошење и еден дел од потребните финансии.

Концесионерски заеми. Овие заеми се карактеризираат со: а) пониска каматна стапка од пазарната; б) импресивен грејспериод; и в) долг рок на доспевање. Тие може да се одобруваат од држави или меѓународни институции [како IBRD, IDB (Inter-American Development Bank), ADB (Asian Development Bank), итн.]. Често пати, тие се поврзани со проекти и според тоа резултира со побарување за домашна потрошувачка.

Комерцијални заеми може да се добијат од странски комерцијални банки или странски добавувачи. Тие што се одобруваат од комерцијалните банки имаат рок на достасаност од неколку месеци до над 10 години. Овие заеми може да бидат многу големи, таков е случајот со Мексико, Бразил, Аргентина и други земји во минатите години. Доколку комерцијалните банки се високо ликвидни, ако тие оптимално ги проценуваат идните економски перспективи на земјата-позајмувач, тогаш овој извор на финансирање може да постане многу голем за кратко време. Меѓутоа, болните искуства од минатото покажале дека во моменти кога потребата за тие заеми е најголема, тогаш може да се случи тие да бидат скратени. Во тој случај, контролата што земјите ја имаат над овој извор на средства станува ограничена. Еден вид влијание врз тој извор на финансирање може да биде преку форсирање на флексибилни политики насочени кон убедување на банките дека земјата ќе биде способна да ги сервисира заемите. На пример, спогодба со Меѓународниот монетарен фонд (IMF) за некоја програма е веројатно да има одредено влијание врз подготвеноста на комерцијалните банки да го зголемат финансирањето, кои тие го прават достапно.

Надворешна акумулација на долг. Кога се достасани обврските за каматни плаќања на странските зајмувачи и тие не се извршени навреме, акумулираната камата го зголемува дефицитот - дел од дефицитот кој автоматски се финансира со неплаќање на камата. Со други зборови, ако е достасано плаќањето на странските добавувачи на стоки и услуги и тоа не е реализирано, еден дел од фискалниот дефицит повторно автоматски се финансира со неплаќање. Овие форми на финансирање претставуваат „зајмување“ кое често пати не е доброволно. Овие акумулации кон странските зајмувачи може да станат големи и да играат значајна улога во објаснувањето како државата може да финансира толку голем дефицит во одредена година.

Големината на странските грантови или концесионерските заеми, кои ѝ се достапни на една земја, се варијабла на која тешко може да се влијае. Економските политики или политичкото однесување може да имаат ефект на одлуките на донаторите, времето, па дури и на големината на грантот. Доколку грантовите и концесионерските заеми се големи, а притоа нема тесни грла на страната на понудата што го ограничуваат увозот (на пример, ограничени пристаништа, магацини и сл.), тогаш големите дефицити може да се финансираат со овој извор.

Домашно финансирање. Доколку земјите немаат пристап до надворешни извори, тогаш дефицитите ќе постојат само доколку може да се финансираат од домашни извори. Домашното финансирање може да има различни форми. Основната дистинкција е помеѓу позајмување од небанкарската публика и позајмување од банкарскиот сектор.

Слободна продажба на обврзници. Во земја како САД, позајмувањето од јавноста значи продажба на обврзници на индивидуи или институции кои имаат опција да ги купат или да не ги купат. Ако државата одлучи да го финансира нејзиниот дефицит на овој начин, тогаш ќе мора да ги направи овие обврзници доволно атрактивни за да ги поттикне купувачите да ги набават. Тоа подразбира намалување на цените на обврзниците (каматните стапки мора да растат), кое за возврат привлекува странски капитал и води кон апрецијација на девизниот курс. Оваа опција во земјите во развој и во некои индустриски земји е сериозно лимитирана. Една од причините е ограничувањето на големината на пазарот на капитал што самиот по себе поставува лимит на помал дел од големината на дефицитот, кој може да се финансира на овој начин независно од висината на каматните стапки. Другата причина е што многу држави се против позитивните и конкурентните движења на реалните каматни стапки. Во многу земји во развој овој извор на финансирање е мал и често незначителен.³⁷

Продажба на обврзници на затворени пазари. Додека обемот на финансирање на фискалниот дефицит преку доброволното пласирање на обврзници на пазарот е ограничено, постои уште една алтернатива која е од далеку поголемо значење. Тоа е продажбата на обврзници на „затворени“ купувачи. Во голем број од земјите во развој многу институции и индивидуи (пример, вработени во јавниот сектор) се принудени да инвестираат во јавни обврзници. Институции за социјално осигурување, пензиски фондови, јавни и приватни претпријатија и сл., законски се принудени да купуваат државни обврзници. Во некои случаи пласирањето на обврзниците може да биде прилично неортодоксно (неправедно, неправилно). На пример, во една африканска земја во 1982 год. државата ненадејно објавила дека банкнотите со одредена деноминација не се повеќе законско средство за плаќање. Единствено нешто што било можно да се направи со тие банкноти е да се конвертираат во државни обврзници. Во одредени случаи субјектите биле во можност да купат државни обврзници по дисконтни цени и потоа во иднина да ги употребат за плаќање на даноци, а во други, државните исплаќања, како на пример: за рефундирање на даноци или за купување на имот, се вршат преку обврзници. Поради исплатата на ниски каматни стапки, тие трансакции добиваат третман на оданочување. Овој затворен пазар за државни обврзници има голем удел во домашниот небанкарски извор за финансирање.

Акумулирање на домашен долг. Позајмувањето од јавноста не е ограничено на продажбата на обврзници. Друг важен извор за финансирање е акумулирањето на долг *vis-à-vis* домашните добавувачи на стоки и услуги. Теоретски, *неплатените долгови се еквивалентни на бескаматни заеми*. Тие може да се акумулираат *vis-à-vis* домашните добавувачи на стоки и услуги, оние кои спроведуваат капитални проекти, при задоцнети исплати на наемници на вработени во јавниот сектор, данокоплаќачите во форма на одлагања на исплатите на даночни работи или рефундирања итн.

Сите овие извори имаат јасни, ако не и нефлексибилни лимити. Продажбата на обврзници на институции е ограничена со приходите на тие институции. Во одредени моменти е можно да се акумулира долг и тој да биде релевантен, но повторно има лимит. Кога неплатените долгови се високи, добавувачите одбиваат да продолжат да ја снабдуваат државата со стоки или

³⁷ Според Танзи, ако има висока инфлација и државата одлучи да емитира индексирани обврзници, тогаш тие може да станат субститути за парите, особено ако се од краткорочен карактер. Со тоа тие имплицираат директна монетизација на дефицитот.

услуги или пак ги покачуваат цените по кои тие ќе продолжат да ги нудат тие стоки и услуги, што последователно доведува до раст на нивото на дефицитот. Продажбата на обврзници на субјекти може да биде под влијание на политиката на каматни стапки, но големината на домашниот пазар на капитал би ја ограничил таквата варијанта независно од нивото на каматните стапки. Повисоката очекувана стапка на инфлација е веројатно да предизвика намалување на ентузијазмот на индивидуите да купат обврзници или да дозволат да се акумулираат неплатените долгови.

Позајмување од банкарскиот сектор. Сите досега споменати извори на финансирање, во реални услови, имаат ограничувања. Доколку на располагање биле само тие извори на финансирање, тогаш лесно може да се увиди дека фискалниот дефицит на една земја нема да може да надмине некој даден сооднос со националниот доход за време на една фискална година. Дали ќе постои ограничување кога постои алтернатива да се позајми од банкарскиот сектор? Позајмувањето на основа на инфлаторно финансирање, дури и во случај кога Трезорот има пристап до машината за печатење пари, неопходно укажува на лимит во однос на тоа колкав фискален дефицит е можен за одредена земја.³⁸

Иако позајмувањето од банкарскиот сектор не мора да значи позајмување од Централната банка (бидејќи државата може да се задолжи и кај домашните комерцијални банки), сепак, во практиката таквата разлика не е релевантна доколку монетарните власти го регулираат тоа позајмување преку зголемување на резервите на комерцијалните банки. Затоа, независно дали државата позајмува директно од Централната банка или (можеби поради законски рестрикции) индиректно преку комерцијалните банки и во исто време влијае или ја принудува Централната банка да ги зголеми зајмовните капацитети на комерцијалните банки, нето резултатот е сличен. Во двата случаи има пораст во понудата на пари. Врз основа на сето тоа се поставува едно релевантно прашање: колку од фискалниот дефицит може да се финансира преку монетарна експанзија?

Монетарната експанзија го зголемува општото ниво на цените и предизвикува намалување на реалната вредност на паричната единица. Според констатациите на Фридман (1942) и Бејли (1956) изнесени пред многу години, таквото намалување во реалната вредност може да биде третирано како данок за оние лица кои кај себе држат пари. Доколку реалниот економски раст е нула или се игнорира, а инфлацијата е целосно антиципирана и еднаква на стапката на монетарна експанзија, тогаш посакуваните реални баланси се еднакви на активните реални баланси. Тогаш стапката на инфлација π е еднаква на стапката на промена во понудата на пари и исто така на инфлациската даночна стапка.³⁹

³⁸ Види Tanzi, V., "Inflation, Real Tax Revenue and the Case for Inflationary Finance: Theory with an Application to Argentina", *International Monetary Fund Staff Papers*, no.25, September 1978, стр. 417-451.

³⁹ Според Кан и Хајт (1982), (Mohsin S. and Malcolm D., "Unanticipated Monetary Growth and Inflationary Finance", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 14, August 1982, стр. 347-364) кога инфлацијата е нов феномен, индивидуите не можат целосно да ја антиципираат стапката на монетарна експанзија или можеби не можат да ја видат поврзаноста помеѓу таа стапка и стапката на инфлација. Во тој случај, приходот од монетарното финансирање привремено може да биде повисок од претпоставениот во анализата.

Од друга страна, даночната основа е еквивалентна на реално поседуваниот готовински баланс $\left(\frac{M}{P}\right)_t$. Според тоа, приходот од инфлацискиот данок, R_t^π , е

$$R_t^\pi = \pi_t \left(\frac{M}{P}\right)_t \quad (2.5)$$

Равенката (2.5) индицира дека инфлациониот данок е даночна такса наплатена при стапка π_t на даночната основа, $\left(\frac{M}{P}\right)_t$. Во зависност од висината на реалните готовински баланси, монетарниот раст на парите за финансирање на фискалниот дефицит ќе генерира повисок приход. Алтернативно, зависно од инфлациските очекувања, колку се повисоки реалните баланси, толку ќе бидат повисоки приходите од инфлациското финансирање. Сепак, важно е што реалните баланси се под влијание на инфлациските очекувања. Повисоките очекувања резултираат со пониски реални баланси.

Графикон 2.4. Лимит на реално дефицитно финансирање со монетарна експанзија



Извор: Лангдана, 2009

Тоа најдобро може да се согледа преку графиконот 2.4, каде LL претставува план на побарувачки за реални баланси.⁴⁰ Реалните баланси може да се измерат како дел од националниот доход (M/Y). Графиконот 2.4 дава можност сликовито да се процени приходот од инфлациското финансирање. Кога стапката на инфлација е нула, тогаш не се креираат пари за финансирање

⁴⁰ Според П. Кругман, ефектот на реални баланси (Pigou ефектот) - падот на цените ја зголемува реалната вредност на понудата на пари (конкретно монетарната база) и ги прави луѓето побогати со потенцијална можност за зголемување на AD, дури и во случај кога каматните стапки се зацементирани на нула.

на дефицитот. Во таков случај, реалните баланси се еднакви на ОА. Како што државата постепено го интензивира финансирањето на дефицитот со монетарна експанзија, стапката на инфлација се зголемува со едновремено намалување на реално балансирањето. Привремено позитивниот ефект од R^T врши дури и повеќе од компензација за негативните ефекти иницирани од падот во M/Y . При одредена комбинација на M/Y и π , продуктот од тие две варијабли е максимизиран и инфлациониот данок генерира максимален приход. Тоа ја поставува границата на големината на (реалниот) фискален дефицит што може да биде финансиран преку преса за печатење на пари. На сликата 2.4 тоа се случува во точката С, каде што областа на квадрантот OBCD е максимизирана. Ако државата се обиде да прибере повеќе приходи со зголемување на понудата на пари при стапка побрза од OD, тогаш разочарувањето ќе се согледа преку намалување на областа од квадрантот.

2.5. Врската помеѓу буџетскиот дефицит и јавниот долг

Сè до неодамна, дискусиите за улогата на фискалната политика во економските перформанси на земјите биле фокусирани на фискалните дефицити, наместо на акумулацијата на обврски од страна на државата. Дефицитите биле осудувани од аспект на нивниот наводен одраз на тековната економска активност, стапката на инфлација и билансот на плаќање. Имплицитната претпоставка била дека одразот е привремен, односно тековниот дефицит влијаел врз тековните перформанси на економијата, но немал импликации врз неговите идни перформанси. Кумулативниот ефект од верижната алка на фискални дефицити бил многу често игнориран. Фискалниот дефицит може да оствари бенефит од тековните економски перформанси (особено кога економијата работи со помалку од полниот капацитет), но може да биде штетна за идните економски перформанси доколку води кон прекумерни зголемувања во јавниот долг, доколку негативно влијае на очекувањата и доколку евентуално ги намали инвестициите.

Доколку дефицитите биле претежно циклични, тие би растеле во рецесии и преминувале во суфицити за време на заздравување. Сепак, доколку фискалниот став на земјата е таков дека буџетот ќе биде во еквилибриум само при ниво на полна вработеност, но и ако таа е тешко остварлива, тогаш веројатноста за акумулација на долг не може да биде игнорирана. Меѓутоа, доколку стапката на раст на државата е висока и нивото на фискален дефицит мал, тогаш, дури и во такви околности, учеството на јавниот долг во националниот доход може да не расте или дури може и да падне. Таков е примерот со САД помеѓу крајот на Втората светска војна и средината на 1970-тите. Иако, тоа биле години каде фискалните дефицити биле почести од фискалните суфицити, растот на економијата и релативната намаленост на дефицитите придонесле за пад во стапката на јавен долг кон БНП.

Различни се ситуациите: 1) кога дефицитите се големи и станале структурни; 2) стапката на раст на економијата се намалува; и 3) каматните стапки се високи. Во такви околности, ретективните фискални дефицити стануваат кумулативни, водејќи кон раст во учеството на јавниот долг во БНП/БДП. Како што растат големината на фискалниот дефицит и нивото на реална каматна стапка, а стапката на раст на економијата забавува, учеството на долгот во националниот доход расте со забрзана динамика. Оваа ситуација

започнала да се јавува во многу земји во втората половина од 1970-тите и продолжува да превладува и до ден денес. Тоа стана важен аспект на јавните финансии, кој сè уште буди огромен интерес.

Сето тоа укажува дека доколку даноците не се променат како учество од националниот доход и ако останатата потрошувачка, покрај каматните исплати, остане непроменета како дел од БДП, тогаш фискалните дефицити и финансиските потреби на државите ќе имаат тенденција на раст. Единствено, доколку даноците се зголемат и/или некаматните трошоци се намалат за износите што ги надминуваат зголемувањата во каматни расходи, тогаш должничката експлозија ќе може да биде контаминирана и фискалниот дефицит намален. Овој проблем е особен релевантен ако се земе предвид дека колку повеќе времето одминува, односно повеќе долг се акумулира, толку ќе мора да биде поголемо зголемувањето на даноците или кратењата на потрошувачката со цел да се контролира големината на дефицитот.

Експлозијата на јавен долг ги става политичарите пред тежок избор, но избор кој не може да биде избегнат или одложен. За големината на порастот на каматната компонента во јавната потрошувачка, како дел од националниот доход, потребно е да се намалат некои други трошоци или да се зголемат даноците за истиот износ за да се спречи понатамошниот пораст на дефицитите. Колку се поголеми каматните расходи, толку треба да бидат поголеми и резевите во потрошувачката или зголемувањата на даноците. Може да се појават ситуации кога станува политички тешко да се зголемат даноците или да се скратат некаматните трошоци за износ доволно голем кој ќе може да се прилагоди на порастот во каматните одливи. Ова е една од причините зошто е императив земјите да преземат навремени потребни корективни политички одлуки.

Државите мора да ги ревидираат нивните буџети во согласност со економската реалност. Ниедна ставка од потрошувачката не треба да биде недопирлива. Секои програми мора да бидат анализирани со оглед на нивните трошоци и нивната ефективност. Поради големото учество на социјалните трансфери во јавната потрошувачка мора да се донесат т.н. акти со кои детално ќе се провери дали субјектите што ја примаат се квалификувани, но и оние кои се квалификувани и не примаат трансфери, односно што не можат да бидат финансирани. Истите аргументи се однесуваат и за приходната страна на буџетот, односно во зависност од потребата, треба да се генерираат што е можно повеќе приходи и да се задржат постојните стимулации.

Структурните дефицити треба да бидат намалени. Меѓутоа, тие можат да бидат намалени преку основни или структурни промени во даночниот систем и шемата и нивото на јавна потрошувачка или преку привремени мерки за стопирање на јазот. Овие мерки придонесуваат во редуцирањето на акумулацијата на долгот, но не носат перманентно решение за фискалниот дебаланс. Кога акумулацијата на долгот е резултат на структурни дефицити, тогаш се неопходни структурни реформи, како што е сега случајот со Грција и некои други земји од Европа.

Неодамнешната економска криза предизвика значителна штета на јавните финансии на многу земји низ светот. Енормните стимулативни програми, спасувањата („bail-outs“) на банките, зголемената социјална помош и надоместоците за невработеност, како и намалените даночни приходи, сериозно се одразиле врз буџетите на државите. За да бидат работите полоши, некои од тие држави веќе имале значителни дефицити пред да ги погоди кризата. Во

такви услови, денес, при неизвесни економски околности, станува посебно воочлива врската помеѓу јавниот долг, буџетскиот дефицит и економскиот раст. Во услови кога има недоволна стапка на економски раст, интензивното задолжување драстично ја влошува состојбата на сите земји во ЕУ и ги принудува да го прекршат правилото од 3%. Затоа Европската унија бара од сите нејзини земји-членки да пристапат кон сериозни структурни реформи во насока на намалување на јавните расходи, како што се намалување на платите во јавната администрација, реформи во пензиските системи, подобрување на конкурентноста и др. Тоа може да се види од податоците за буџетскиот дефицит во долната табела.

Сепак, растечките дефицити не се карактеристични само за земјите од **еврозоната**. Некои од најголемите светски економии, како САД, Велика Британија и Јапонија, чии нивоа на јавен долг долго време се високи и проектирани на импресивни 200% од БДП во 2011 година, биле сведоци на драстичното зголемување на нивното јавно трошење во последните години. Фактички, сите ОЕЦД земји утврдиле влошување на нивните фискални позиции во 2010. Буџетскиот дефицит на САД, кој застанал на 10,5% од БДП во 2010 година, се фокусирал на стимулации, покрај справувањето со кризата, која вклучувала и пораст на долгорочната невработеност.

Пазарните притисоци, исто така, ги принудиле некои големи економии да објават драконски економски планови, додека други одлучиле да почекаат загрижени дека потрошувачките резони во несигурна економска клима ќе и наштетат на економијата. Некои економисти повикале на зголемени потрошувачки стимулации за да се спречат анемичните заздравувања повторно да се пренасочат во рецесија. Тоа може да се констатира и од податоците за задолженост на земјите членки на ЕУ од Табелата 2.2 каде е нагласена таквата промена во фискалните политики. За да биде јасно, заздравувањето, онаму каде што се случува, е деликатно. Меѓутоа, ОЕЦД верува дека државите треба да започнат со ограничувања во нивните буџетски дефицити од 2011 година, бидејќи во спротивно, дефицитите и долгот ќе постанат контрапродуктивни. Тоа ги става државите во позиција да носат тешки одлуки. Како да ги повратат јавните финансии и да промовираат стабилен економски раст во исто време? Каде треба да ги намалат трошењата? Дали е возможно да се зачува квалитетот на виталните, но скапи јавни услуги, како здравствената заштита и образованието при едновремено ограничување на потрошувачката?

Табела 2.1. Буџетскиот дефицит во ЕУ (како % од БДП)

Земји/Години	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Евро зона (16 земји)	0	-1,9	-2,6	-3,1	-2,9	-2,5	-1,4	-0,6	-2	-6,3
Евро зона (15 земји)	0	-1,8	-2,6	-3,1	-2,9	-2,5	-1,4	-0,6	-2	-6,3
Европска Унија (27 земји)	0,6	-1,4	-2,5	-3,1	-2,9	-2,5	-1,5	-0,9	-2,3	-6,8
Европска Унија (25 земји)	0,6	-1,4	-2,5	-3,1	-2,9	-2,5	-1,5	-0,8	-2,3	-6,8
Европска Унија (15 земји)	0,8	-1,3	-2,4	-3	-2,8	-2,4	:	:	:	:
Белгија	0	0,4	-0,1	-0,1	-0,3	-2,8	0,2	-0,3	-1,3	-6
Бугарија	-0,5	1,1	-1,2	-0,4	1,8	1	1,9	1,1	1,7	-4,7
Чешка	-3,7	-5,6	-6,8	-6,6	-3	-3,6	-2,6	-0,7	-2,7	-5,8
Данска	2,3	1,5	0,4	0,1	2,1	5,2	5,2	4,8	3,4	-2,7
Германија	1,3	-2,8	-3,7	-4	-3,8	-3,3	-1,6	0,3	0,1	-3
Естонија	-0,2	-0,1	0,3	1,7	1,6	1,6	2,4	2,5	-2,8	-1,7
Ирска	4,8	0,9	-0,3	0,4	1,4	1,6	2,9	0	-7,3	-14,4
Грција	-3,7	-4,5	-4,8	-5,6	-7,5	-5,2	-5,7	-6,4	-9,4	-15,4
Шпанија	-1	-0,6	-0,5	-0,2	-0,3	1	2	1,9	-4,2	-11,1
Франција	-1,5	-1,5	-3,1	-4,1	-3,6	-2,9	-2,3	-2,7	-3,3	-7,5
Италија	-0,8	-3,1	-2,9	-3,5	-3,5	-4,3	-3,4	-1,5	-2,7	-5,3
Кипар	-2,3	-2,2	-4,4	-6,5	-4,1	-2,4	-1,2	3,4	0,9	-6
Латвија	-2,8	-1,9	-2,3	-1,6	-1	-0,4	-0,5	-0,3	-4,2	-10,2
Литванија	-3,2	-3,6	-1,9	-1,3	-1,5	-0,5	-0,4	-1	-3,3	-9,2
Луксембург	6	6,1	2,1	0,5	-1,1	0	1,4	3,7	3	-0,7
Унгарија	-3	-4	-8,9	-7,2	-6,4	-7,9	-9,3	-5	-3,7	-4,4
Малта	-6,2	-6,4	-5,5	-9,9	-4,7	-3	-2,7	-2,3	-4,8	-3,8
Холандија	2	-0,2	-2,1	-3,1	-1,7	-0,3	0,5	0,2	0,6	-5,4
Австрија	-1,7	0	-0,7	-1,4	-4,4	-1,7	-1,5	-0,4	-0,5	-3,5
Полска	-3	-5,3	-5	-6,2	-5,4	-4,1	-3,6	-1,9	-3,7	-7,2
Португалија	-2,9	-4,3	-2,9	-3	-3,4	-5,9	-4,1	-2,8	-2,9	-9,3
Романија	-4,7	-3,5	-2	-1,5	-1,2	-1,2	-2,2	-2,6	-5,7	-8,6
Словенија	-3,7	-4	-2,5	-2,7	-2,2	-1,4	-1,3	0	-1,8	-5,8
Словачка	-12,3	-6,5	-8,2	-2,8	-2,4	-2,8	-3,2	-1,8	-2,1	-7,9
Финска	6,8	5	4	2,4	2,3	2,7	4	5,2	4,2	-2,5
Шведска	3,6	1,5	-1,3	-1	0,6	2,2	2,3	3,6	2,2	-0,9
Велика Британија	3,6	0,5	-2,1	-3,4	-3,4	-3,4	-2,7	-2,7	-5	-11,4
Исланд	:	:	:	:	:	4,9	6,3	5,4	-13,5	-9,1
Норвешка	:	13,5	9,3	7,3	11,1	15,1	18,5	17,7	19,3	9,9
Хрватска	:	:	-4,1	-4,5	-4,3	-4	-3	-2,5	-1,4	-4,1
Турција	:	-33	-12,9	-11,3	-4,5	-0,6	0,8	-1	-2,2	-6,7
:=недостапни										

Извор: Еуростат, 2011

Табела 2.2. Општ јавен долг (како % од БДП)

Земји\Години	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Европска Унија (27 земји)	61,8	61	60,4	61,8	62,2	62,8	61,5	58,8	61,8	74
Европска Унија (25 земји)	62	61,2	60,6	62,1	62,5	63,2	62	59,4	62,5	74,7
Европска Унија (15 земји)	63,2	62,2	61,6	63,1	63,4	64,2	:	:	:	:
Евро зона (16 земји)	69,1	68,2	68	69,1	69,5	70,1	68,5	66,2	69,8	79,2
Белгија	107,9	106,6	103,5	98,5	94,2	92,1	88,1	84,2	89,6	96,2
Бугарија	72,5	66	52,4	44,4	37	27,5	21,6	17,2	13,7	14,7
Чешка	18,5	24,9	28,2	29,8	30,1	29,7	29,4	29	30	35,3
Данска	52,4	49,6	49,5	47,2	45,1	37,8	32,1	27,4	34,2	41,4
Германија	59,7	58,8	60,4	63,9	65,8	68	67,6	64,9	66,3	73,4
Естонија	5,1	4,8	5,7	5,6	5	4,6	4,4	3,7	4,6	7,2
Ирска	37,8	35,6	32,2	31	29,7	27,4	24,8	25	44,3	65,5
Грција	103,4	103,7	101,7	97,4	98,6	100	106,1	105	110,3	126,8
Шпанија	59,3	55,5	52,5	48,7	46,2	43	39,6	36,1	39,8	53,2
Франција	57,3	56,9	58,8	62,9	64,9	66,4	63,7	63,8	67,5	78,1
Италија	109,2	108,8	105,7	104,4	103,9	105,9	106,6	103,6	106,3	116
Кипар	48,7	52,1	64,6	68,9	70,2	69,1	64,6	58,3	48,3	58
Латвија	12,3	14	13,5	14,6	14,9	12,4	10,7	9	19,7	36,7
Литванија	23,7	23,1	22,3	21,1	19,4	18,4	18	16,9	15,6	29,5
Луксембург	6,2	6,3	6,3	6,1	6,3	6,1	6,7	6,7	13,6	14,5
Унгарија	54,9	52	55,6	58,3	59,1	61,8	65,7	66,1	72,3	78,4
Малта	55,9	62,1	60,1	69,3	72,2	69,9	63,4	61,7	63,1	68,6
Холандија	53,8	50,7	50,5	52	52,4	51,8	47,4	45,3	58,2	60,8
Австрија	66,5	67,1	66,5	65,5	64,8	63,9	62,1	59,3	62,5	67,5
Полска	36,8	37,6	42,2	47,1	45,7	47,1	47,7	45	47,1	50,9
Португалија	48,5	51,2	53,8	55,9	57,6	62,8	63,9	62,7	65,3	76,1
Романија	22,5	25,7	24,9	21,5	18,7	15,8	12,4	12,6	13,4	23,9
Словенија	:	26,8	28	27,5	27,2	27	26,7	23,4	22,5	35,4
Словачка	50,3	48,9	43,4	42,4	41,5	34,2	30,5	29,6	27,8	35,4
Финска	43,8	42,5	41,5	44,5	44,4	41,7	39,7	35,2	34,1	43,8
Шведска	53,9	54,7	52,5	51,7	50,3	50,4	45	40	38,2	41,9
Велика Британија	41	37,7	37,5	39	40,9	42,5	43,4	44,5	52,1	68,2
Исланд	:	:	:	:	:	26	27,9	29,1	57,4	:
Норвешка	:	29,2	36,1	44,3	45,6	44,5	55,4	52,6	50,2	44,1
Швајцарија	25,3	25	25,7	:	:	:	:	:	:	:
Хрватска	:	:	40	40,9	43,2	43,7	35,5	32,9	28,9	35,3
Турција	:	104,4	93	85,1	59,2	52,3	46,1	39,4	39,5	45,4
Канада	81,9	81	77,9	73,4	70,7	:	:	:	:	:
САД	58,2	57,9	60,2	62,5	63,4	:	:	:	:	:
Јапонија	134,1	142,3	149,5	157,6	164	:	:	:	:	:

:=недостапни

Извор: Еуростат, 2011

Ставот на ОЕЦД по тоа прашање е јасен. Она што е потребно за здравувањето е да се врати дисциплината во јавните финансии при

едновремени реформи во структурата на нивните економии со цел да се оствари економски раст. Тоа вклучува промени во растечката администрација, активирање на пазарите на труд, подобрување на конкурентноста, поддршка на социјалната потрошувачка, фокусирање на даноци кои фаворизираат еколошки раст, фокусирање на потрошувачката на образование, иновации, здравство и инфраструктура. Всушност, тоа подразбира исполнување на сето ова, при истовремена континуирана поддршка за развој и инвестиции во сиромашните земји.

2.6. Фискалните интервенции и економските циклуси

Иако многубројни економисти сметаат дека флукуациите во агрегатниот производ претставуваат оптимален одговор на промените во преференциите или технологијата, сепак, поголем дел од нив веруваат дека некои од варирањата се последици на ригидност или грешки при координација. Тие промени во националниот производ, особено заостатокот на фактичкиот во однос на потенцијалниот, детерминиран од расположливите фактори на производство, се социјално скапи. Во овој случај, временските прилагодувања кон државниот дефицит и долг може да го подобрат социјалното богатство. Таквата констатација на „контрациклична фискална политика“ датира од времето на Кејнс, а Блиндор и Солоу (1973) презентираат една од класичните анализи.⁴¹

Контрацикличната фискална политика потекнува автоматски од дизајнот на даночните и трансферните програми (јавните расходи). Всушност, персоналниот данок на доход и трансферните плаќања се најефикасните автоматски стабилизатори. Имено, кога националниот производ и доходот се високи, даночните обврски растат и оправданоста за државни бенефиции опаѓа, притоа намалувајќи го буџетскиот дефицит. Кога националниот производ и доходот се ниски, овие ефекти се обратни и дефицитот се продлабочува. Овие „автоматски стабилизатори“ се квантитативно релевантни, бидејќи според проценките на СВО (Congressional Budget Office) од (1997a) кога реалниот национален производ се намалува за 1 процент, даночните приходи се намалуваат за околу 1 процент.

Контрацикличната фискална политика може да се примени и на **дискрециска основа**. Тоа може да подразбира промени во даноците, воведување на нови даноци, промена на даночните стапки или пак со промени во јавните расходи. Овие дискрециски мерки во голема мера се разликуваат од претходните автоматски стабилизатори, бидејќи мораат да поминат низ одредена законска процедура за да станат валидни за имплементација. На пример, за време на рецесијата од 1975 год. во САД, Џералд Форд и Конгресот се согласиле за мал рез во персоналниот данок на доход. Сепак, со текот на времето овој вид политика станал нефаворизиран. На пример, за време на рецесијата од 1990 год. даночните обврзници добиле намалување на данокот по задршка, но не и на нивната даночна обврска. Еден дел од поместувањата во овие ставови се должи на сфаќањето дека експлицитната привремена промена во даноците има мал ефект врз потрошувачката на далекувидните консументи.

⁴¹ Види: Elmendorf W. D. & Mankiew N. G., "Government Debt", *NBER Working Paper No. 6470*, 1998.

Уште повеќе, генерално постојат долги временски застои во озаконувањето на дискрециските мерки во фискалната политика, при што, секој ефект врз агрегатната побарувачка ќе биде временски депласиран.

Меѓутоа, покрај овие два фискални инструменти, во практиката се прибегнува и кон имплементација на методот на формула на флексибилност, кој во суштина претставува комбинација од методот на автоматски стабилизатори и дискрециска политика. Тој функционира според однапред разработен систем кој се активира при појавата на одредени промени во нивото на националниот доход и вработеноста, односно кога некоја од двете варијабли ќе се намали на одреден процент, автоматски се активираат промените во даночните стапки и во трансферните плаќања со цел да се постигнат контрациклични ефекти. Тој во суштина претставува динамична верзија на вградените стабилизатори.⁴²

Сепак, во теоријата постојат одредени мислења дека употребата на фискалната политика за остварување на контрациклични цели е лоша идеја.⁴³ Ќе се истакнат неколку од тие аргументи. *Првиот* е дека постојат далеку повеќе буџетски приоритети, кои е очигледно да дојдат во конфликт со антицикличните политики. *Второ*, антицикличниот пристап ниту е практичен, ниту е функционален. Во поглед на првиот аргумент треба да има неколку приоритети за фискалната политика, кои треба да имаат преседан во однос на контрацикличниот пристап.

Прв приоритет, од економска и политичка точка, е да се намали буџетскиот дефицит. Како што видовме, големиот буџетски дефицит врши притисок врз каматните стапки, го ограничува степенот на флексибилност на монетарната политика, создава поголем потенцијал за инфлаторен притисок и поради ниската стапка на домашно штедење има потреба од значаен износ на фондови привлечен од странство. Колку повеќе се финансира буџетскиот дефицит од странство, толку е поголем дефицитот на тековната сметка и веројатноста за надолен притисок на девизниот курс. Од политичка перспектива, големиот буџетски дефицит, барем во случајот на американскиот гласач, претставува највознемирувачки фактор за гласачот. Прекумерните дефицити не упатуваат на здрава држава и ниеден политичар не сака да биде дел или да дава придонес за нездрава влада.

Втор приоритет треба да биде максимизација на економскиот раст на долг рок. Даночното законодавство треба да наметне добро осмислени долгорочни инвестиции и државни расходи насочени директно кон продуктивни цели. Колку фискалната политика подобро ќе го стимулира долгорочниот економски раст, толку полесно ќе биде да се реализира првата цел на намалување на буџетскиот дефицит.

Третиот приоритет треба да биде подобрување на еквилибриумот на фискалната политика. Тоа опфаќа не само како е дистрибуиран даночниот товар, туку и кој што добива на расходната страна од буџетот. Иницијалните конфликти биле меѓу индивидуи и корпорации, а потоа и поделбата на товарот (и бенефициите) меѓу високо и ниско доходовните лица. Истото се однесува и за потрошувачката, особено кога се настојува да се намали дефицитот единствено преку резони на страната на расходите (пр., Регановата администрација),

⁴² Види: Атанасовски Ж., “Јавни Финанси”, Економски факултет, Скопје, 2004, стр. 400-407.

⁴³ Контрациклични политики се оние кои прават обид да ја спречат економијата да стане премногу слаба или премногу силна. Тие ќе бидат стимулативни ако економијата е нестабилна и рестриктивни ако стане презагреана.

односно може да се појават многу конфликти во врска со тоа кои расходи треба да се скратат, а кои не.

Ако веќе фискалните политики треба да бидат контрациклични, тогаш државата мора да биде спремна – во неодржливо силни економски времиња, кога стравот од инфлација се јавува како проблем – да го намали трошењето, зголеми даноците или двете. Историјата говори дека такви чудни политички одлуки ретко се носат. Денес тоа е случај со фискалните политики на периферните земји во ЕУ. Според тоа, ако државата ја стимулира економијата со атрактивни политички мерки, но не сака да воспостави рестрикции преку непријатни политички мерки, тогаш крајниот исход ќе биде неконтролиран буџетски дефицит.

Според оваа анализа се гледа дека подобро е државата да не прибегнува кон контрацикличен пристап во нејзината фискална политика, дури и кога буџетот е блиску до баланс и да се ориентира кон фаворизирање на долгорочниот економски просперитет.

Овие три цели не се еднократни предлози, односно тие треба континуирано да се почитуваат. Ако се следат овие начела, тогаш фискалната политика ќе го даде својот долгорочен максимум за економска благосостојба.⁴⁴

Иако контрацикличната фискална политика се смета за правилна, во одредени периоди се случува дискрециските фискални интервенции да бидат проциклични (периоди кога флукуациите во циклично прилагодените буџетски баланси се движат во спротивна насока од јазот на националниот производ, односно кон суфицит во падови и обратно), како што е случајот со фискалното затегање за време на пад на националниот производ. Делумно, тоа може да е последица на високото ниво на државна задолженост, но исто така и на проблеми околу имплементацијата или институционалната рамка (фискалните правила, даночното оптоварување, ригидноста на јавната потрошувачка, политичката кохезија во државата, изборните циклуси) во која политиките се креирани и менаџирани, вклучувајќи некои пристапи на фискална стабилност засновани на правила кои може да ја попречат симетријата на вградените стабилизатори преку циклусот. Главна детерминанта за процикличното однесување за време на падови се *проблемите на одржливост поврзани со задолженоста*. Откако, тие ќе се тргнат на страна, фискалната политика има тенденција да биде антициклична во лоши времиња, но и со некои докази во ОЕЦД за дискрециско проциклично однесување во раст. **Второ**, друг фактор кој многу влијае за водење на проциклична политика е политичкиот естаблишмент, кој врши даночни кратења за време на експанзија што значајно ја нарушува даночната контрациклична функција на автоматски стабилизатор. **Трето**, ограничувањата од Пактот за стабилност и раст изгледа дека не креирале склоност кон процикличност за време на економски падови во Економската и монетарна унија како целина. **Четврто**, фискалните рестрикции за време на кризи е помалку очигледно да се случат при постоење ригидна јавна потрошувачка. Пример, платите на вработените во администрацијата, кои потешко може да се скратат, споредбено со капиталната потрошувачка.⁴⁵

⁴⁴ Види: Santow J. L., "The Budget Deficit: The Causes, the Costs, the Outlook", *New York Institut of Finance*, 1988, стр. 210-212

⁴⁵ Види: OECD Economic Outlook 74, "Fiscal stance over the cycle, the role of debt, institutions, and budget constraints", 2003.

Сепак, во краен случај, покрај контрацикличните и процикличните состојби, најважно е што постои зголемена доверба и почит кон способноста на централните банки да водат ефективна контрациклична монетарна политика со која може поефикасно да се одржи нивото на макроекономска стабилност. Користењето на Централната банка како примарен агент за циклична одговорност е ништо повеќе од користење на законот за компаративни предности. Сите монетарни власти имаат способност да одлучуваат брзо, реагираат брзо и да се прилагодуваат брзо, вообичаено без политичка интервенција, што не е случај со фискалните власти. Овие се битни предуслови за контрациклични политики и овластувањето на Централната банка со многу од овие задачи разјаснува кој ја сноси одговорноста за економската состојба.

3.1. Теорија на цикличен буџет и циклична буџетска рамнотежа

Теоријата на циклични буџети е врзана за првиот експеримент и теоретско изучување во Шведска на Ерик Линдал, Гунар Мирдал, Берт Охлин, Алвин Хансен и др. Поради своите неортодоксни ставови, оваа теорија и денес има голем број приврзаници. Според неа, предност ѝ се дава на економската рамнотежа, полната вработеност и еквилибриумот во платниот биланс, а како основни причини за цикличните движења во економијата се потенцирани проширувањата или лимитираноста на инвестициите. За да се неутрализираат таквите движења во економијата, државата ќе треба да ги зголеми јавните расходи во фаза на депресија и да ги намали во фаза на просперитет. На тој начин во фазата на депресија би се водела политика на буџетски дефицит, а во фазата на просперитет буџетски суфицит.

Економскиот развој се реализира преку циклични супституции на **фазите на експанзија и фазите на рецесија**, што подразбира неможност за спроведување на политика на годишна буџетска рамнотежа. Таквата политика на константна буџетска рамнотежа во суштина би била политика на нерамнотежа, бидејќи движењата во буџетот преку јавните расходи и приходи само би ги продлабочувал цикличните движења во економијата. Политиката на рамнотежа не може да се примени, особено во ситуација кога поради криза има негативен тренд во движењата на националниот доход, поради недостатокот на средства кои треба да се приберат преку даноци (зголемување на даноците). Тоа подразбира дека рамнотежата во буџетот ќе треба да се постигне единствено преку „дополнителни“ средства, со користење на заеми и задолжување кај централната банка или со задолжување во странство. Според теоријата на циклични буџети, подобрената наплата на приходи во фаза на експанзија (брз раст) се насочува во некој вид на егализациски фонд, а потоа тие се користат кога економијата ќе навлезе во состојба на економска криза. Тоа се поистоветува со иницијативата за зголемување на јавните расходи, односно намалување на јавните приходи со цел да се подобри состојбата со потрошувачката и инвестициите, кои се редовно во опаѓање, особено во приватниот сектор (на тој начин буџетот го компензира негативното однесување на приватниот сектор).

Друг метод на цикличен буџет е **амортизацијата на јавните долгови**, која означува усогласување на роковите на отплата на долгот со состојбата на економскиот циклус. Кога економијата е во фаза на раст се врши отплата на долговите преку буџетските суфицити, а кога се наоѓа во фаза на депресија се врши одлагање на отплатата на долговите.

На тој начин буџетската политика се конвертира во еден од најрелевантните инструменти за антициклична или стабилизациона политика. Во време кога економијата е во криза се напушта политиката на едногодишна буџетска рамнотежа и се води политика на урамнотеженост за време на повеќе години, односно економски циклус. Во фаза на криза е формиран дефицит, а во фаза на експанзија - суфицит, додека разликата ќе се компензира со помош на т.н. егализациски фондови.⁴⁶

⁴⁶ Види Musgrave R., "Теорија јавних финансисја", Научна knjiga, Beograd, 1973, стр. 372

Она што е неопходно да се истакне во овој сегмент е дека „во услови на големи флукуации во доходот и вработеноста, карактеристично за современиот капитализам, невозможно е во депресивните години на економскиот циклус да се покријат ниту оперативните јавни расходи преку адекватните даночни приходи“.⁴⁷ Буџетот со суфицит се компензира со буџетот со дефицит во рамките на еден економски циклус, кој временски се утврдува на просек од 5-7 години. Урамнотежувањето на буџетот се пролонгира од една година на еден економски циклус. Затоа таквиот буџет се нарекува **цикличен буџет**.

Друга варијанта на теоријата на циклични буџети поаѓа од Кејнзовите ставови и се сведува на „автоматска стабилизација“. За постигнување на буџетска рамнотежа се користи еластичноста на некои видови даноци. Постапеноста на современите даночни системи укажува на сензитивност на осцилациите во економијата, посебно на различните форми на даноци на доход и потрошувачка. Во услови на просперитет таквите даночни приходи растат побрзо од даночната основа, а побрзо се намалуваат во период на депресија (вградени стабилизатори). Ова особено се однесува на прогресивните стапки на данокот на доход. Ако земеме една фирма која плаќа данок по прогресивна стапка и тоа: на 100 \$ плаќа 10% данок, на 120 \$ плаќа 30% данок, на 150 \$ приходи 70% данок. Во фаза на експанзија доходот се зголемил од 100 на 150 \$, а со тоа и даночните обврски од 10 на 70%, односно данокот што требало да се плати се зголемил од 10 \$ на вкупно 105 \$. Даночната обврска расте значително побрзо од порастот на доходот. Обратното се случува кога доаѓа до пад во доходот, бидејќи даночната обврска побрзо се намалува од доходот. Со тоа се ослободува повеќе расположлив доход кој може да се намени за потрошувачка.

Кај јавните расходи ситуацијата е спротивна, посебно за некои облици на трансферни расходи. Имено, приходите и расходите во период на циклус се движат во спротивни насоки, при што јавните приходи се движат во иста насока како и осцилациите во економијата, само со поголеми промени, додека јавните расходи се однесуваат спротивно на цикличните движења во економијата и погодни се за ублажување на осцилациите и нестабилноста на економијата. Во остварувањето на тие стабилизациони цели, покрај зачестената употреба на јавните расходи, кои не ги следи соодветен раст на приходите (даноците), се користат и јавните заеми како нивно покривање што води кон константен буџетски дефицит.

Меѓутоа, на оваа теорија ѝ се придодаваат и некои забелешки. **Првата забелешка** се однесува на тоа дека должината на траење на влезната фаза на циклусот (конјуктурата) не е идентична на опаѓачката фаза (рецесија, криза), односно длабочината на негативната и влезната фаза на циклусот не е иста, па оттаму и констатацијата дека суфицитите од влезната фаза не мора да бидат еднакви на дефицитите од опаѓачката фаза на циклусот. Меѓутоа, тука мора да се потенцира дека влезната фаза е подолга и поподлабочена од депресивната, што значи дека постојано треба да се појавува суфицит, кој не е редовна појава. Според тоа, ниту обемот на суфицит во буџетот не е еднаков на обемот на дефицит во различните фази од циклусот. **Втората забелешка**, главно, се однесува на цикличната, но не и на нецикличната нерамнотежа, кои е тешко да се разграничат, особено во моменти кога треба да се детерминира кога почнува

⁴⁷ Види: Hansen A., "Fiscal Policy and Business Cycles", New York, 1941.

и каде завршува типичниот цикличен ритам, со цел да може да се спроведува успешна суфицитна (дефицитна) политика.⁴⁸

Дури кога периодите на просперитет и депресија би биле временски и длабочински еднакви, буџетот би можел долгорочно да се урамнотежи. Сепак и тогаш остануваат нивните разновидни влијанија во економијата (поради различното функционирање на јавните расходи од јавните приходи, системите на дејствување врз побарувачката, одложените ефекти и сл.).

Со опсервацијата на движењата и урамнотежувањата на јавните приходи и расходи во рамките на еден економски циклус, донекаде, се согледуваат чистите економски функции на буџетот. Преку процесот на прилагодување на сите елементи на буџетскиот процес (според состојбата на цикличните фази) треба да се обезбеди динамично остварување на нивните функции. Имено, буџетската политика би требало свесно да ги компензира движењата на приватниот сектор преку поттикнувања или ограничувања со цел да се постигне ниво на агрегатна побарувачка кое би соодветствувало на бруто националниот производ на ниво на полна вработеност.⁴⁹

Третата забелешка се однесува на отсуството на одговор на прашањето за формата на дејствување на оние расходи чија должина е поголема од фазите на циклусот. Што треба да се направи со нив, бидејќи започнатите јавни расходи и инвестиции во депресивна фаза не мора да бидат завршени во таа фаза, туку таквите ефекти можат да се пренесат и во наредната експанзивна фаза од циклусот (иако веројатно некои од тие расходи би биле укинати).

Четвртата слабост на оваа теорија е што резултатите од преземените чекори не ги дале посакуваните ефекти. **Петмо**, нема гаранција дека формираните вишоци на средства од фазата на експанзија ќе бидат правилно искористени, бидејќи во реалноста секогаш се случува спротивното.

Независно од наведените слабости, оваа теорија има многубројни позитивни карактеристики со помош на кои еднаш засекогаш е отфрлена класичната теорија за рамнотежа на буџетот. За посебно важен момент се смета прифаќањето на буџетскиот дефицит како нормална појава, проследена со совесно водење од страна на државата преку усогласена буџетска политика со производствената состојба, вработеноста, инвестициите, платниот биланс, односно со еден збор економскиот развој.

3.2. Теорија на систематски буџетски дефици

Претходно констатиравме дека во класичната теорија не се фаворизирал буџетскиот дефицит, односно тој се сметал за коинциденција која требало брзо да се отстрани. Во антицикличните финансии, дефицитот се наоѓа и изучува во контекст на општата економска и буџетска политика, односно фазата на депресија или криза во економскиот развој. Меѓутоа, кога таквата криза ќе заврши, дефицитот мора да се отстрани со постепено преминување во политика на буџетски суфицит.

⁴⁸ Теоријата на систематски буџетски дефицит ја поставил Hansen A. во книгата Fiscal Policy and Business Cycles, New York, 1941, за потоа да ја разработи пошироко во делото Monetary Theory and Fiscal Policy, New York, 1949.

⁴⁹ Види: Musgrave R., "Теорија јавних финансija", Научна knjiga, Beograd, 1973, стр. 582

Големата економска депресија и криза на капитализмот, проследена со редовни падови во рецесијата, со сè покуси временски интервали, предизвикале потреба за активна улога на државата во економијата - за **развиен државен интервенционизам**.⁵⁰ Зголемувањето на јавните расходи е проследен со сè поголем јавен долг, кој води кон поголем буџетски дефицит како државен инструмент за постигнување на економска стабилност. Таквата буџетската политика довела до напуштање на поранешните ставови за буџетската рамнотежа и едногодишниот буџет. Кејнс се залага за јавни инвестиции, кои ќе ги надополнат приватните инвестиции, за јавна потрошувачка, која ќе ја надополни недоволната приватна побарувачка, а сè со цел да се постигне полна вработеност и висока стапка на економски раст. Затоа е можно да се користат јавни работи, инвестирања на државата, кои ќе бидат финансирани преку иден дефицит. Со тоа се создава основата на современиот буџетски систем со активни пари и функционални финансии.⁵¹

Засилениот раст на јавните расходи и високото ниво на даночна пресија во развиените економии редовно води до буџетски дефицит и нов јавен долг. Сè почесто се прибегнува кон **задолжување и монетарна експанзија**, создавање на пари со банкарски кредити, со поголеми расходи на буџетот, односно разлика помеѓу јавните приходи и расходи. Теоријата на систематскиот буџетски дефицит оди паралелно во чекор со систематскиот раст на јавниот долг.

Современата финансиска теорија, збогатена со придонесот на Кејнс и неговата „теорија на систематски буџетски дефицит“, го отфрлила класичното барање за константна буџетска рамнотежа. Наместо барање за минимални јавни расходи, се воведува начело за оптималност на неговите цели во зависност од состојбата во економијата. Скоро сите облици на јавни расходи (продуктивни, потрошни, трансферни, итн.) имаат одредени **мултиплицирачки ефекти** врз побарувачката, потрошувачката, инвестициите, вработеноста, националниот доход и приближно на сите агрегати во развојот на економијата. Буџетските расходи се трансферираат во круцијално средство за подигнување на нивото на потрошувачка во моменти кога приватната побарувачка покажува тенденција на пад, односно при појава на потенцијална опасност од влез во рецесија.

Со оглед на тоа што големината на буџетот зазема една третина од националниот доход невозможно е да се очекува дека јавните расходи може да се урамнотежат само со средствата од даноци. „Во услови на големи осцилации во доходот и вработеноста, карактеристика на модерниот капитализам, во некои држави во услови на депресивни години на економскиот циклус е невозможно да се покријат ниту оперативните јавни расходи преку соодветните даночни приходи“.⁵² Иако современата буџетска држава се нарекува „даночна држава“, со даноците се покрива само еден дел од буџетските расходи, за што е потребна понагласена примена на јавниот долг, емисијата на државни хартии од вредност и други дополнителни средства.

Со тоа буџетот се става во **функција на општиот развој и финансиската стабилност**. Во таа насока, често се води и адекватна „буџетска рамнотежа“,

⁵⁰ Современиот циклус се скратил од 7-10 години пред војната, односно 5-7 години по војната, на 3-4 години во седумдесеттите години.

⁵¹ Види Keynes J. M., "The General Theory of Employment, Interest and Money", Macmillan, London, 1936.

⁵² Види Peric A., "Finansijska Teorija i politika", sesto izdanie, IEE, Beograd, 1979, стр. 453

која е главно лажна, бидејќи однапред се вкалкулира дефицитот при изработката на предлог буџетот и спроведувањето на буџетската политика.

„Правилен пат за владата е оној кој води кон целосна вработеност, без оглед на тоа колку ќе изнесува дефицитното трошење.⁵³ Висината на дефицитот или пак јавниот долг се од споредно значење во однос на ефектите кои се постигнуваат со нив на планот на полна вработеност и раст на националниот доход (стапки на економски раст). Фактот дека проблемот на невработеноста е долгорочен и хроничен, така и дефицитот на буџетот е хроничен или константен. Кај антицикличниот буџет можна е појава и на суфицит во буџетот, што е вистинска реткост. Денес како нормална состојба во буџетот се јавува *постојаниот дефицит*. Всушност, оваа теорија оперира со постојаниот или перманентниот дефицит во буџетот, со постојана употреба на јавните долгови како средство за покривање на дефицитното трошење.

Посебен проблем е тоа што буџетските дефицити се финансираат преку кредити на централната банка или деловните банки што редовно води кон пораст на паричната маса над потребното ниво дадено со обемот на стокопаричните трансакции, а тоа често води кон пораст на побарувачката и пораст на цените. Кредитната политика на банките во таквите односи со државата покажува сè поголема зависност од движењата на јавните расходи и приходи, односно од буџетската политика во целина.

3.3. Теорија на стабилизациони буџети

Меѓу новите теории на буџетот кои под товар на сè поголемите јавни расходи и поголемиот буџетски дефицит се приближуваат на класичната теорија е теоријата на стабилизациони буџет. Притоа, оваа теорија не заговара едногодишна буџетска рамнотежа, туку оди значително подалеку во однос на теоријата на антицикличен буџет. Оваа теорија поаѓа од два вградени автоматски метода на дејствување на буџетот во современата економија: **методот на автоматски стабилизатори** и **методот или формулата на флексибилност**.

Со цел да се избегнат недоверливите предвидувања за економскиот развој во економијата, како и бавноста во преземањето на соодветни мерки на фискалната политика и нивното одложено дејствување поради временското задоцнување, оваа теорија се потпира на **автоматските вградени стабилизатори**. Тие автоматски влијаат на однесувањето на цикличните осцилации, односно на промените на националниот доход. Тие служат главно, како кочница за забавување на кумулирачката опаѓачка тенденција во создавањето на рецесијата, односно во смисла на контракција, кога економијата се движи кон влезната (експанзивна) фаза на циклусот. Овие стабилизатори се составен дел на даночните системи на развиените капиталистички земји преку прогресивниот систем на оданочување.

Даночните системи во развиените економии (данокот доход, данокот на добивка и данокот на потрошувачка) се многу еластично поставени во однос на движењата на економијата. Имено, во период на економски раст доаѓа до автоматско зголемување на јавните приходи по основа на дејствувањето на прогресивниот систем на оданочување, кој придонесува за поместување на

⁵³ Види: Lerner A., "Functional Finance and the Federal Debt", Social Research, 1943, стр. 38-53.

доходот од пониски доходни групи кон повисоки, а кои се оданочени со значително повисока даночна стапка. Често пати, порастот на доходите од една до друга група е помал од обемот на даночната обврска. Тоа придонесува за одржување на стабилноста во економијата. Сосема спротивното се случува при влез на економијата во депресија, доходот на даночните обврзници се намалува и тие преминуваат од повисоки во пониски доходовни групи, кои се оданочени со пониски даночни стапки, што им овозможува на лицата да располагаат со повеќе доход за потрошувачка од претходно. Тоа доведува до автоматско намалување на јавните приходи, дури повеќе и од падот на националниот доход, но притоа придонесува за ограничување на падот на побарувачката, вработеноста и натамошно кумулирање на процесот на депресија. Значи, приходите во двете фази од циклусот влијаат компензаторно на цикличните движења во економијата преку нивно ублажување. Исто така, поголемата склоност кон потрошувачка на пониските доходовни групи овозможува да се стимулира потрошувачката во економијата. За разлика од јавните приходи, кај буџетските расходи има спротивни движења. Во период на депресија доаѓа до нивно интензивирање со цел да се стимулира потрошувачката, вработеноста и стапката на раст преку примена на трансферните расходи, дотациите, а сосема спротивна ситуација е присутна при експанзија на економијата.

Меѓу расходите кои автоматски влијаат на економијата треба прво да се нагласат социјалните исплати за невработеност, намалување на гладот, социјално, здравствено и пензиско осигурување. Невработените лица добиваат помош од фондот за невработени што влијае на зголемување на нивната потрошувачка. Во моментот на нивното вработување помошта се прекинува и доаѓа до обратен процес на уплаќање средства врз основа на придонеси, кои придонесуваат за полнење на фондот во годините на економски просперитет (се ограничува потрошувачката).

Слично се случува и со фондовите на корпорациите, кои не ги исплаќаат сите средства при економски раст, за потоа при пад на економијата да вршат исплати по таа основа. Сите овие промени мултипликативно се одразуваат врз состојбата на националниот доход.⁵⁴

Формулата на флексибилност се карактеризира со автоматски промени во извесен данок при настанување на одредена специфична промена во економските индикатори. Пример, смалувањето на стапката на раст или инвестициската побарувачка или невработеност за одреден процент може да биде доволен индикатор за промена на овие корективни мерки, односно во конкретниот случај би дошло до намалување на даночните стапки со цел да се спречи продлабочувањето на рецесијата. Врз основа на таквата (прилично објективна) формула ќе дојде до зголемување на даночните стапки во период на раст и намалување на даночните стапки во период на пад на економијата. Формулата на флексибилност делумно е во спротивност со дискрециските мерки на државата, а најголем недостаток е неконвенционалната економија, поради која тешко се прифаќа. Како друг недостаток се потенцира тешкотијата во изборот на договорените „објективни“ мерила.

Ефикасноста на вградените стабилизатори на буџетската политика зависи од висината на јавната потрошувачка, нивото и структурата на даночните стапки

⁵⁴ Еден дел за таквите ефекти е опфатен во делот на ефекти на мултипликаторот во претходното поглавје.

и степенот на флукутирање на даночната основа со промените во националниот доход.

Константниот раст на приходите и расходите на буџетот и активното користење на буџетската политика во процесот на раст и стабилизација на националната економија не бара повеќе *ex post*, туку *ex ante* прилагодување во согласност со макроекономските проекции.

3.4. Класична теорија на јавен долг

Кога станува збор за ефектите од јавниот долг голем дел од економистите се согласуваат со теоретските поставки на класичната теорија во однос на ефектите од задолженоста врз економијата, иако постои и мала група на влијателни економисти која смета дека, на пример, намалувањето на даноците при непроменета потрошувачка нема да влијае стимулативно врз потрошувачката. Тие се познати како претставници на теоријата на Рикардовата еквиваленција.

За да може поедноставно да се елаборираат ставовите на *класичарите* по однос на јавниот долг ќе се претпостави ситуација каде државата размислува да ги намали даноците за одреден процент, а притоа да ја остави државната потрошувачка непроменета. Таквиот потег ќе предизвика појава или продлабочување на буџетскиот дефицит. Тогаш се поставува прашањето: како тие промени ќе се рефлектираат врз економската состојба во државата?

Ефектот врз економијата ќе треба да се посматра краткорочно и долгорочно, односно инстантниот одраз на кратењето во даноците ќе ја стимулира потрошувачката, која влијае краткорочно и долгорочно врз економијата.

На **краток рок**, повисоката потрошувачка ќе ја зголеми побарувачката за добра и услуги и оттука ќе влијае врз порастот на националниот производ и вработеноста. Тоа, при зголемен натпревар за стекнување на слободен капитал и намалено штедење, ќе доведе до зголемување на каматните стапки. Повисоките каматни стапки ќе влијаат обесхрабрувачки врз инвестициите и ќе ги охрабрат капиталните приливи од странство. Во тој случај националната валута ќе апрецира во однос на странските валути и ќе ја намали конкурентноста на домашните фирми на странските пазари.

На **долг рок**, помалите национални заштеди предизвикани со намалените даноци ќе значат помали залихи на капитал и поголем странски долг. Тоа ќе подразбира пониско ниво на национален производ и поголемо учество на долгот кон странците во националниот производ.

Врз основа на традиционалната економска теорија севкупниот ефект од кратењето на даноците е тешко да се предвиди. Имено, тековните генерации ќе имаат бенефиции во поглед на зголемена потрошувачка и вработеност, но за сметка на повисока инфлација. За разлика од нив, идните генерации ќе сносат голем дел од товарот на сегашните буџетски дефицити, односно тие ќе бидат родени во нација со пониско ниво на капитал и поголем долг.

3.5. Современа теорија на јавен долг – Рикардова еквиваленција

Како што може да се констатира од претходното, класичарите претпоставуваат дека државите ги кратат даноците и водат политика на буџетски дефицит, при што потрошувачите возвраќаат на нивниот повисок доход по оданочување со поголема потрошувачка. Алтернативниот поглед, наречен **Рикардова еквиваленција**, ја става под знак прашалник таквата констатација. Според овој став, потрошувачите се ориентирани кон иднината и својата потрошувачка не ја засноваат само на тековниот доход, туку и на очекуваниот иден доход. Рикардовиот став за јавниот долг ја применува токму логиката на потрошувач ориентиран кон иднината за да ги анализира ефектите од фискалната политика. Размислувањето на поединецот во илустративниот случај ќе се насочи кон идните чекори на државата, односно идното зголемување на даноците за да може да го отплати долгот и акумулираната камата. Тој ќе смета дека намалувањето на даноците денес ќе биде придружено со даночна хајка во иднина. Затоа даночниот рез му дава само транзиторен доход, кој евентуално ќе му биде одземен. Според овие сознанија, поединецот заклучува дека нема да се најде во подобра ситуација и затоа ќе ја остави својата потрошувачка непроменета.

Тоа може да се погледне и од друга перспектива. Да претпоставиме дека државата позајмува 10.000 ден. од обичниот граѓанин за да му одобри даночни олеснувања во износ од 10.000 ден. Во суштина оваа политика е иста како да му даваш на граѓанинот обврзница од 10.000 ден. како подарок. Едната страна од обврзницата вели, “Државата ти должи тебе, имателот на обврзницата, 10.000 ден. плус камата“. Другата страна вели: “Ти, даночниот обврзник, ѝ должиш на државата 10.000 ден. плус камата“. Генерално, државниот подарок на обврзницата на обичниот граѓанин не го прави последниот ни побогат ни посиромашен, бидејќи вредноста на обврзницата е компензирана со вредноста на идната даночна обврска.⁵⁵

Принципот е дека јавниот долг е еквивалентен на идните даноци и ако потрошувачите се доволно антиципативни, тогаш идните даноци се еднакви на тековните даноци. Оттука, финансирањето на државата со долг е исто со финансирањето преку оданочување. Овој став е наречен **Рикардова еквиваленција** по познатиот економист од 19 век Давид Рикардо, кој прв го забележал теоретскиот аргумент.

Последицата од Рикардовата еквиваленција е дека финансирањето на даночното намалување со долг ја остава потрошувачката непроменета. Домаќинствата го штедат екстра расположливиот доход за да одговорат на идните даночни обврски кои ги подразбира даночниот рез. Зголемувањето на приватното штедење конкретно го надополнува намалувањето во јавното штедење. Националното штедење (збир од приватното и јавното штедење) останува исто. Поради ова даночното кратење нема ни еден од ефектите кои ги предвидува традиционалната анализа.

Таквата логика на Рикардовата еквиваленција не подразбира дека сите промени во фискалната политика се ирелевантни. Промените во фискалната политика влијаат на приватната потрошувачка, но ако тие промени се ефектуираат врз сегашните или идните државни трошења. На пример, да

⁵⁵ Види: Mankiew N. G. & Elmendorf W. D., “Government Debt”, National Bureau of Economic Research, March 1998, стр. 40.

претпоставиме дека државата ги крати даноците денес, бидејќи сака да ги намали идните трошења. Доколку потрошувачот разбере дека даночното намалување не мора да значи зголемување на даноците во иднина, тој ќе се чувствува побогат и ќе ја зголеми својата потрошувачка. Меѓутоа, треба да се забележи дека намалувањето на државната потрошувачка, а не на даноците, ќе влијае стимулативно врз потрошувачката, бидејќи објавата за идно намалување на државните набавки ќе ја зголеми потрошувачката уште денес, дури при непроменети даноци, што ќе имплицира пониски даноци во некое идно време.

Наспроти овие тврдења на Рикардо, застапниците на традиционалната теорија веруваат дека очекуваните идни даноци немаат толку големо влијание врз тековната потрошувачка. Тие ги потенцираат следните аргументи:⁵⁶

Кратковидост. Претставниците на Рикардовата еквиваленција поаѓаат од претпоставката дека луѓето носат рационални одлуки кога одлучуваат дали и колку од својот доход ќе го наменат за потрошувачка или штедење. Тие сметаат дека имаат големо знаење и далекувидост. Меѓутоа, класичарите во поглед на намалувањето на даноците веруваат дека луѓето се кратковиди, можеби бидејќи целосно не ги разбираат импликациите од државните буџетски дефицити. Можно е некои луѓе да ги следат едноставните, а не сосема рационалните правила при одлучувањето колку ќе штедат. Тоа може да се види преку следниот пример, каде се претпоставува дека лицето дејствува врз основа на претпоставката дека идните даноци ќе бидат исти како тековните даноци. Тој нема да биде во можност да ги предвиди идните промени во даноците поради тековните државни потреби. Намалувањето на данокот, кое е финансирано преку зголемено задолжување, ќе го насочи лицето да верува дека неговиот доживотен доход се зголемил, иако тоа не се случило. Затоа тие ќе се ориентираат кон повисока потрошувачка и пониско национално штедење.

Ограничување на задолжувањата. Рикардовиот став за јавниот долг претпоставува дека консументите при потрошувачката го земаат предвид не само тековниот, туку и очекуваниот иден доход. Според тој став, должничкото финансирање на намалувањето на даноците го зголемува тековниот доход, но не го менува доживотниот доход или потрошувачка. Претставниците на традиционалниот став за јавниот долг констатираат дека тековниот доход е поважен од доживотниот доход за оние консументи кои се соочени со ограничувања во задолжувањата. Ограничувањата во задолжувањето е лимитот за тоа колку едно лице може да се задолжува кај банки или други финансиски институции.

Лицето кое сака да потроши повеќе од неговиот тековен доход, можеби поради очекување на повисок доход во иднина, мора тоа да го направи преку задолжување. Ако не може да се задолжи за финансирање на тековната потрошувачка или се задолжи за ограничен износ, тогаш неговиот тековен доход го одредува неговото трошење независно од тоа колкав ќе биде неговиот доживотен доход. Во таков случај, намалувањето на даноците финансирано со долг го зголемува тековниот доход и потрошувачка, иако идниот доход е понизок. Во суштина кога државата ги крати тековните даноци и зголемува идните даноци на данокоплаќачите им дава заем. За лицето кое сакало да се задолжи, но не било во можност, даночното намалување ги проширува неговите поволности и ја стимулира потрошувачката.

⁵⁶ Види: Bernheim D., "Ricardian Equivalence: An Evaluation of Theory and Evidence", NBER Macroeconomics Annual, 1987, стр. 263-303. Исто така, види симпозиум за буџетски дефицити во изданието од 1989 на *Journals of Economic Perspectives*.

Идни генерации. Традиционалниот став за јавниот долг го истакнува и третиот аргумент, според кој потрошувачите очекуваат даноците што ќе се воведат во иднина да паднат на товар на идните генерации. На пример, се претпоставува дека државата ги намалува даноците денес и издава 30-годишни обврзници за финансирање на буџетскиот дефицит за потоа во наредните 30 години да ги зголемува даноците за да го отплати заемот. Во овој случај, јавниот долг претставува трансфер на богатство од идната генерација на данокоплаќачи (кои се соочуваат со зголемен данок) кон тековната генерација на данокоплаќачи (кои добиваат даночни кратења). Таквиот трансфер ги зголемува ресурсите на тековната генерација и последователно ја зголемува нивната потрошувачка. Всушност, намалувањето на данокот финансиран со долг ја стимулира потрошувачката на тековната генерација на сметка на идната генерација.

Меѓутоа, економистот **Роберт Баро** во својата анализа го поддржал аргументот на Рикардовиот став. Тој смета дека идните генерации се деца и внуци на сегашната генерација и затоа не треба да се посматраат како независни економски актери. Тој тврди дека соодветна претпоставка е грижата на тековните за идните генерации. Доказ за таквиот алтруизам е наследството што многу луѓе им го оставаат на своите деца при нивната смрт. Наследството укажува дека многу луѓе не се подготвени да ја искористат предноста да трошат на сметка на нивните деца.

Според анализите на Баро, релевантна одлучувачка единка не е индивидуата, чиј живот е ограничен, туку фамилијата која продолжува да опстојува во иднина. Со други зборови, лицето одлучува колку ќе троши не само врз основа на неговиот доход, туку и на доходот на идните членови на неговото семејство. Намалувањето на даноците финансирани со долг може да го зголемат доходот на индивидуата за целиот негов живот, но не ги акумулира вкупните ресурси на неговата фамилија. Наместо да го троши екстра доходот од даночното намалување, индивидуата се одлучува да штеди и да им го остави како наследство на неговите деца, кои ќе го сносат идното даночно оптоварување.

Од ова може да се види дека дебатата за јавниот долг во суштина е дебата за потрошувачкото однесување. Рикардовиот аспект претпоставува дека потрошувачите имаат долг временски хоризонт. Анализата на Баро за фамилијата имплицира дека временскиот хоризонт на потрошувачот, како и на државата, е бесконечен. Меѓутоа, можно е потрошувачите да не гледаат кон даночните обврски на идните генерации. Можеби тие очекуваат дека нивните деца ќе бидат побогати од нив и затоа ја користат можноста да трошат повеќе на сметка на нивните деца. Фактот што многу родители им оставаат нула или минимално наследство на нивните деца е конзистентно со оваа хипотеза. За тие фамилии намалувањето на данокот преку финансирање со долг ја менува потрошувачката преку редистрибуција на богатството меѓу генерациите.⁵⁷

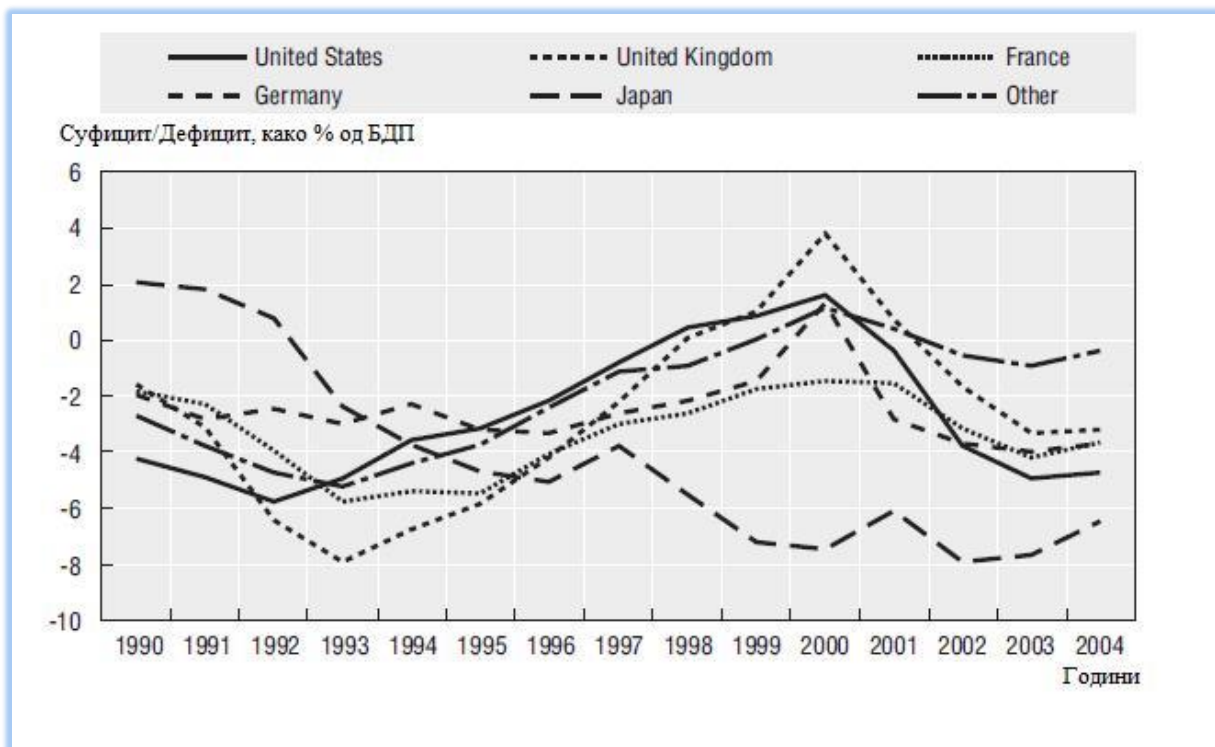
⁵⁷ Види: Barro R. J., "Are Government Bonds Net Wealth?", *Journal of Political Economy* 81, 1974, стр. 1095-1117

4. ФИСКАЛНИТЕ ПРАВИЛА КАКО КРИТЕРИУМ ЗА ОСТВАРУВАЊЕ НА ФИСКАЛНИТЕ ЦЕЛИ

4.1. Критериуми при креирањето на ефикасни правила на фискална дисциплина

Кога во 1990-тите години им дошол крајот на малите дефицити, па дури и на буџетските суфицити, фискалните дефицити станале тензично јавно политичко прашање низ целиот свет. Навраќањето кон големите буџетски дефицити било лоцирано во најразвиените светски економии, како Германија, Велика Британија и САД, кои од суфицити се придвижиле кон дефицити поголеми од 3% од БДП. Дефицитот на Франција се покачил од под 2% од БДП до скоро 4% во 2004, додека дефицитот на Јапонија се стабилизираше во 1990-тите од нејзиниот најголем дефицит за потоа повторно да се зголеми. Помалите земји на ОЕЦД, земени како група, исто така претрпеле нарушување на буџетите, но од помали размери (види графикон 4.1).

Графикон 4.1. Општ државен дефицит за ОЕЦД земјите, 1990-2004



Извор: OECD, *OECD Factbook 2006: Economic, Environmental and Social Statistics*, March 2006

Зголемените државни побарувања за кредитни фондови од страна на поголемите развиени земји претставуваат потенцијален дестабилизирачки фактор за домашниот, но и за глобалните финансиски пазари. Со транснационалното задолжување за задоволување на таквите потреби тие може да предизвикаат значајни падови во валутните вредности на задолжената земја, кое може за возврат да ги зголеми домашните каматни стапки и увозните цени, предизвикувајќи ја макроекономската стабилизациона политика. На долг рок, големите фискални дефицити може да ги намалат домашно финансираните инвестиции, а оттаму и идните доходи.

Големите фискални дефицити на најбогатите земји се перцепираат како проблематични, бидејќи тие го извлекуваат капиталот од земјите во развој каде е нагласена неговата потреба за зголемување на најниските животни стандарди.

Овие итни прашања повторно го привлечеле вниманието на фискалните специјалисти кон ефективните правила на буџетскиот процес. Различни земји се соочуваат со различни процедурални или политички прашања.

Самиот термин „фискални правила“ повремено се применува во поширок контекст во поглед на сите законски и процедурални елементи, кои се фундаментални во процесот на спроведување на буџетската политика. Според Копитс и Симански (1998), фискалните правила се „**перманентно ограничување на фискалната политика изразено преку сумарен индикатор на фискалните перформанси**“.⁵⁸ Таквата дефиниција ги исклучува фискалните таргети, кои се предмет на редовна ревизија, а што е типично за повеќето буџетски рамки на среден рок кои се во сила во многу европски земји.

Нумеричките фискални правила може да се диференцираат во зависност од **таргетируаниот фискален агрегат**. Повеќето правила поставуваат лимити на буџетскиот дефицит или јавниот долг. Во таков случај, примарна цел на дефицитните и должнички правила е фаворизирање на фискална дисциплина. Другите фискални правила, како оние на потрошувачката и приходите, вообичаено имаат дополнителни цели: ребалансирање на составот на буџетот преку заздување на растот на специфични потрошувачки категории, избегнувањето на прекумерен даночен товар, одредување на алокацијата на неочекуваниот пораст на приходите *ex ante*. **Делокругот** на фискалните правила, исто така, може значително да варира. Фискалните правила може да го покријат комплетниот државен сектор или да се однесуваат само на еден дел од него. Често пати, должничките и правилата на балансиран буџет ги таргетираат фискалните агрегати на суб-национално (локално) ниво, додека потрошувачките правила се карактеристични за централното ниво на власт.

Конечно, нумеричките фискални правила може да се разликуваат и според нивниот *дизајн*. Во зависност од нивните карактеристики или „сила“, правилата може да имаат повеќе или помалку одраз врз буџетите. Главниот аргумент е дека прекршувањето на строгите правила ќе наметне повисоки политички трошоци, отколку неисполнувањето на ветени работи од политичките партии на власт. Според Инман, силните правила се карактеризираат со статутарна основа што ги прави тешко променливи (тие се вметнати во закон или устав), се применуваат од страна на независно политичко тело и нивното прекршување имплицира санкции.⁵⁹ Копитс и Симански предлагаат поширок пакет на посакувани карактеристики за фискалните правила, меѓу кои: **едноставност, транспарентност, флексибилност** (т.е. способноста на правилата да се адаптираат на промените), **кохерентност со нивната крајна цел и компатибилност со структурните реформи**.

Во многу дела од литературата има идентификувано бројни конфликти поврзани со оперативноста на фискалните правила кои имаат некоја политичка

⁵⁸ Види Kopits, G. and Symansky S., 'Fiscal policy rules', *IMF Occasional Paper 162*, 1998.

⁵⁹ Види: Inman, R.P., 'Do balanced budget rules work? U.S. experience and possible lessons for the EMU', NBER Working Paper Series No. 5838, 1996. Независниот мониторинг и процедурите за примена се релевантни за идентификување и спречување на можностите за заобиколување на нумеричките правила преку примена на креативно сметководство или пристрасни прогнози.

релевантност во поглед на дизајнот на правилата.⁶⁰ *Прво*, нумеричките правила, пред сè правилата на балансиран буџет, можат да создадат тензија помеѓу целта на фискална дисциплина и постигнувањето на соодветна позиција на фискалната политика преку еден циклус, како резултат на ризикот од фискална контракција за време на економски падови. Постоенето на излезни клаузули помага во олеснување на потенцијалната неконзистентност меѓу двете поставени цели. *Вториот конфликт* е оној помеѓу ниските дефицити и зачувувањето на стабилни даночни и потрошувачки ставки, од една страна, и потребата од задоволително ниво на државни инвестиции. Во таков случај нормален политички одговор е да се исклучат одредени потрошувачки ставки од делокругот на правилата. На крај, фискалните правила можат да водат кон прикажување на погрешни (ниски) официјални податоци за дефицитите врз основа на примена на еднократни мерки („one-off“), вонбуџетски („off-budget“) активности и креативни сметководствени практики - ситуации каде правилата се заобиколени преку фискални малверзации со што се компромитира фискалната транспарентност.⁶¹ Кон такви состојби може да се пристапи преку соодветен дизајн на правилата или комбинација на правила и зајакнување на статистички агенции, како и преку поставување на адекватни институции задолжени за мониторинг на компатибилноста и евентуално санкционирање.

Кога се говори за нумеричките фискални правила неопходно е да се потенцира нивната **главна цел** која се однесува на лимитирање или елиминирање на склоноста кон дефицитно финансирање при имплементирањето на фискалната политика. Постојат неколку различни објаснувања за склоноста кон дефицитно финансирање, но главните две се: **државната кратковидност** и т.н. „**common pool**“-проблем (познат уште како „common property“ – заедничка сопственост).

Главната доктрина на првото објаснување е дека државите, кои се природно **кратковиди**, имаат тенденција да ги запостават долгорочните последици од буџетските нерамнотежи. Першон и Свеншон (1989) и Алесина и Табелини (1990) демонстрирале дека дефицитите, со кои се надминувале оптималните резултати, можеле да бидат резултат на државното антиципирање на можноста во иднина да бидат заменети од страна на политичките конкуренти.⁶²

Понатаму, дефицитното финансирање содржи стратегиски елемент преку кој тековните влади имаат поттик да им ги „врзат рацете“ на претстојните влади преку креирање на високи буџетски дефицити.⁶³ Според објаснувањето на

⁶⁰ Види: Alesina, A. and R. Perotti, 'Budget deficits and budget institutions', in J.M. Poterba and J. von Hagen, *Fiscal Institutions and Fiscal Performance*, NBER, University of Chicago Press, 1999; Buti, M., S. Eijffinger and D. Franco, 'Revisiting the Stability and Growth Pact: Grand design or internal adjustment?', CEPR Discussion Paper No. 3692, 2003; Debrun, X., D. Hauner and M.S. Kumar, 'Discretion, institutions, and fiscal discipline', chapter 2 in M. Kumar and T. Ter-Minassian (eds.), *Promoting Fiscal Discipline*, International Monetary Fund, Washington DC, 2007a.; Eichengreen, B. and C. Wyplosz, 'The Stability Pact: More than a minor nuisance?' *Economic Policy*, 26, 1998, стр. 65–113.

⁶¹ Види: von Hagen, J. and G. Wolff, 'What do deficits tell us about debts? Empirical evidence on creative accounting with fiscal rules', *Journal of Banking and Finance*, 30, 2006, стр. 3259–79.

⁶² Види: Persson, T. and L. Svensson, 'Why a stubborn conservative would run a deficit: Policy with time inconsistent preferences', *Quarterly Journal of Economics*, 104(2), 1989, стр. 325–46; Alesina A. and G. Tabellini, 'A positive theory of fiscal deficits and government debt', *Review of Economic Studies*, 57, 1990, стр. 403–14.

⁶³ Исто така, теоретски е демонстрирано дека владетелите имаат поттик да влијаат на изборните резултати преку фискалната политика, која пак ќе создаде „политички буџетски циклуси“. Види

заедничка сопственост, дефицитната склоност се зголемува како последица на влијанието на интересни (лоби) групи кои остваруваат бенефити од дадени категории на јавна потрошувачка преку тенденцијата да бидат слободни јавачи на грбот на другите обврзници. Тоа е активност која со текот на времето води кон поголеми дефицити и акумулација на долгот. Проблемот на заедничка сопственост се очекува да биде посилен во фрагментирани и хетерогени владини коалиции.⁶⁴ Тоа може да води кон проциклично однесување на буџетите, поради посилените притисоци на страната на потрошувачката во услови на „добри времиња“, односно кога јавните приходи растат (Tornell & Lane, 1999). Објаснувањето на проблемот на заедничка сопственост за дефицитната склоност добило релативно силна поддршка во емпириските студии кои ја следеле врската меѓу степенот на државна фрагментација и буџетски резултати.⁶⁵ Некои научни трудови ја тестираат хипотезата на заедничка сопственост преку поврзување на политичките институции со буџетските резултати, обезбедувајќи ги потребните докази.

Солуциите за ограничување на дефицитната наклоност, често пати, се фокусираат на подобрување на аспектот на фискално управување преку примена на четири пристапи.

Прво, креаторите на фискалната политика можат да бидат принудени на поголема одговорност за нивните постапки. Ова е главната цел на т.н. „Закони за фискална одговорност“ со кои се поставува силен акцент на *фискалната транспарентност*. **Второ**, склоноста кон дефицитно финансирање може да биде намалена преку подобри *буџетски процедури* кои го регулираат подготвувањето, одобрувањето и имплементацијата на Законот за годишен буџет. Целта на таквите реформи е да се осигури дека буџетските последици од политичките одлуки се земени предвид. Халерберг и Хаген (1999) идентификуваат два пристапа преку кои може да се централизира буџетскиот процес.⁶⁶ Во **пристапот на „делегирање“** се делегира експлицитна дисциплинска улога на министерот за финансии или на премиерот. Во **пристапот на „договор“**, аранжманите и процедурите осигуруваат *ex-ante* спогодба помеѓу потрошувачките министерства и другите потрошувачки авторитети (пр. локални власти) за големината на буџетот и условите за

поопширно: Drazen, A., „Political Economy in Macroeconomics“, *Princeton University Press*, Princeton, 2000. Сепак, емпириските податоци за постоењето на политички буџетски циклус не се јасни.

⁶⁴ Види: Alesina, A. and A. Drazen, ‘Why are stabilisations delayed?’ *American Economic Review*, 81, 1991, стр. 1170–81; Alesina, A. and R. Perotti, ‘The political economy of budget deficits’, *IMF Staff Papers*, 42, 1995, стр. 1–31. Тие демонстрираат дека присуството на големи дефицити може да се должи на неефикасниот политички еквилибриум каде **коалициските** членови се вклучуваат во „војна за намалување на вработените по природен пат – пензионирање и оставка“ и неможност да се договорат за **консолидацискиот** пакет. Импликацијата од нивниот модел е дека повисокиот степен на хетерогеност на владините коалиции води кон поголема веројатност за одложување на консолидациите.

⁶⁵ Повеќе за тоа погледни Besley, T. and A. Case, ‘Political institutions and policy choices: Evidence from the United States’, *Journal of Economic Literature*, 41, 2003, стр. 7–73; Fabrizio, S. and A. Mody, ‘Can budget institutions counteract political indiscipline?’ *Economic Policy*, 21(48), 2006, стр. 689–739; Poterba, J., ‘State responses to fiscal crises: The effects of budgetary institutions and politics’, *Journal of Political Economy*, 102, 1994, стр. 799–821; Roubini, N. and J. Sachs, ‘Government spending and budget deficits in the industrial democracies’, *Economic Policy*, 8, 1989, стр. 100–32.

⁶⁶ Види: Hallerberg, M. and J. von Hagen, ‘Electoral institutions, cabinet negotiations and budget deficits in the European Union’, in J. Poterba and J. von Hagen (eds.), *Fiscal Institutions and Fiscal Performance*, NBER, University of Chicago Press, 1999, стр. 209–32.

задолжување. **Трето**, дефицитната склоност може да биде спроведена преку делегирање на фискалната политика на институции кои се изолирани од краткорочни политички притисоци. Неодамна се дебатирало за радикални промени кои предвидувале автономно одлучување на независни фискални авторитети за целите на фискалната политика во согласност со нивниот мандат.⁶⁷ Пореалистичен пристап што се применува во неколку земји од ЕУ е да се делегира производството на специфични појдовни точки за креирање на фискална политика (пр. непристрасна економска прогноза за подготовката на буџетот, проценка на буџетскиот одраз од преземените политики) на независни институции или *фискални совети*. **На крајот**, дискрецијата на фискалните авторитети склони кон дефицитно финансирање може да биде намалена преку **однапред поставени фискални правила** кои поставуваат нумерички таргети и плафони за фискалните агрегати или бенчмаркови за водење на фискалната политика.

Во Европската монетарна унија (ЕМУ), Пактот за стабилност и раст (ПСР) наметнува среднорочни буџетски цели со намера да постигне и да одржи состојба блиску до баланс или во суфицит и ограничување на фискалните дефицити на 3 % од БДП. Во почетните години од ПСР (и пред тоа, Мастиришкиот договор), буџетските правила помогнале кон целосно приближување на европските земји во согласност со условите за зачленување. Проблемите во имплементацијата на ПСР, особено одлуките на Советот на ECOFIN во Ноември 2005, јасно посочиле дека кредибилитетот на рамката да ги ограничи дефицитите на земјите-членки, според терминологијата на Европската комисија, бил „сериозно под притисок“.⁶⁸ Тоа значело дека тековните фискални правила на ЕМУ треба да се ревидираат.

Одредени атрибути на ПСР одиграле голема улога во одлучувањето да се занемари тековниот механизам, како што се:

- „Ригидната посветеност кон годишните дефицитни таргети може да објави склоност кон проциклична фискална политика преку ограничувачки мерки за да ги поддржи опаѓачките приходи и искушението да се потрошат даночните приходи во полет“.⁶⁹
- Тековниот механизам овозможил проциклично релаксирање на фискалната политика во добри времиња.
- Несигурноста во проценката на потенцијалниот резултат и буџетската еластичност довеле до конфузија, како и последното кое се грижи за тоа што сочинува валидна еднократна мерка. „Основниот проблем е дека промените во примарниот ЦПБ (циклично прилагоден баланс) не може коректно да го измерат не само одразот, туку и финалниот ефект на фискалната политика врз агрегатната побарувачка“.⁷⁰
- ПСР не се занимава на конзистентен начин со специфичните околности по одделни земји.
- Механизмот за рано предупредување се покажал како неефективен.

⁶⁷ Види: Wyplosz, Ch., 'Fiscal policy: institutions versus rules', *National Institute Economic Review*, No. 191, 2005.

⁶⁸ Види: European Commission, "European Economy", No.1, 2004, стр. 107

⁶⁹ Види: Dabán Sánchez, T. *et al.*, "Rules-Based Fiscal Policy in France, Germany, Italy, and Spain", *IMF Occasional Paper 225*, International Monetary Fund, Washington DC, 2003, стр. 1

⁷⁰ Види European Commission, "European Economy", No.1, 2004, стр. 81

- Процесот на ПСР е комплициран и конфузен, а имал и потешкотии во комуницирањето со медиумите, пазарите и јавноста за начинот на негово функционирање.

Европската комисија признава дека „бројот на земјите кои искусиле позиции на прекумерен дефицит во изминатите неколку години, како и проблемите со координацијата и процесот на надгледување, ги нагласиле потребите за подобрувања во процесот на ПСР“.⁷¹ Според тоа, тие промовирале неколку начини за подобрување на ПСР и тоа:

- Одобрување на специфични околности по земји преку редефинирање на среднорочните буџетски цели на „блиску до баланс или во суфицит“;
- Погoleмо фокусирање на долгот и неговата одржливост при надгледувањето на буџетските позиции;
- Акции за коригирање на неадекватните движења за негување на прудентно и симетрично циклично однесување, како и суфицити во услови на добри времиња;
- Грижа за пролонгирани падови и осигурување на конзистентност со среднорочните буџетски цели. На пример, преку редефинирање на клаузулата за „исклучителни околности“ во поглед на примената на дефицитниот критериум, и
- Одобрение за земање предвид на специфични околности по земја во поглед на корекцијата на прекумерните дефицити.

Европската комисија признава дека со прилагодување на тековните дефицитни и должнички таргети на ПСР кон бизнис-циклусот може да предизвика појава на дополнителни проблеми. На пример, буџетските корекции, од кои зависи економскиот раст, може да го зголемат моралниот hazard во прогнозирањето на БДП, бидејќи земјите имаат поттик да прават преоптимистички проекции за растот *ex ante* со цел да се обвини понискиот наместо очекуваниот раст *ex post* за секое потфрлање споредено со плановите. Исто така, Европската комисија признава дека проценката на буџетските адаптации со помош на набљудувани промени во циклично прилагодениот биланс (ЦПБ) се покажале како проблематични, бидејќи промените во буџетот може да резултираат од акции на фискалната политика или раст повисок (или понизок) од очекуваниот. Во поглед на овие реформи на тековниот процес на ПСР, Европската комисија разгледала две алтернативи на ПСР: правило на перманентен баланс и златно правило. Притоа, открила дури и *повеќе слабости со нив*, отколку со подновувањето на тековниот ПСР.

Во прилог на опциите кои можат да се јават за подобрување на неспособноста на актуелниот ПСР да менаџира со транспарентноста, флексибилноста, имплементацијата, конзистентноста, ефикасноста итн. се појавил и предлогот за примена на „**златно правило на јавни финансии**“ во ЕУ (најнови придонеси се оние на Фитуси и Крил, 2002; Ле Кашо, 2002; Бланшар и Џаваси, 2003). Таквото правило потенцира дека државното позајмување не треба да го надминува формирањето на нето државен капитал за време на еден циклус, како и потребата тековните расходи да се финансираат од страна на тековните приходи. Тука останува проблемот со евалуирање на амортизациската стапка во формирањето на јавниот капитал со цел да се

⁷¹ Исто, цит. дело, стр.113

пресметаат *нето* капиталните податоци, а тоа е можеби и една од причините зошто германското законодавство сè уште зависи од *брото* фиксниот капитал.

Сепак, ова правило има две предности кои треба да се споменат. **Прво**, во намерата на европските земји да ја „креираат најиновативната област во светот“ (препорака на самитот од Лисабон) потребно е да се обезбедат буџетски средства кои ќе се наменат за подобрување на инфраструктурата и човечкиот капитал, а за кои *јавниот капитал* треба да биде од голема помош. Крајната цел ќе биде да се стимулира потенцијалниот и актуелниот економски раст. Промоцијата на економскиот раст преку јавните инвестиции произлегува од два канала. **Прво**, јавните инвестиции обезбедуваат јавни добра, како што се транспортните инфраструктури од кои имаат бенефиции корисниците и директно или индиректно ја подобруваат вкупната продуктивност на факторите на производство. **Второ**, јавните инвестиции го зголемуваат богатството кога партиципираат во заштита на околината или кога ја засилуваат рамноправната дистрибуција на ресурсите.

Друга предност во усвојувањето на фискално правило, кое ќе го исклучи креирањето на јавниот капитал од дефицитниот таргет, ќе биде редуцирањето на диспаритетот во буџетските практики во еврозоната со оние во Обединетото Кралство (ОК). Таквото нешто може во скоро време да создаде дополнителни мотиви за Обединетото Кралство да се приклучи на еврозоната. Имено, буџетот на ОК инкорпорира среднорочен таргет за дефицитот на нето јавните инвестиции, каде среднорочниот период кореспондира со циклусот. За време на овој циклус, дефицитот треба да биде избалансиран. Претстојното „златно правило“ е проследено со „правило за одржливи инвестиции“ со цел да се спречи секако претерување по однос на јавните инвестиции и да се ограничи нето јавниот долг под 40 % од БДП. Токму карактеристиката на „**неодржливост**“ на „златното правило“ се смета за најголем недостаток и делумно причина за усвојување на „правилото на одржливи инвестиции“ во Обединетото Кралство. Сепак, примената на ова правило во ЕУ ќе го прекине намалувањето на јавните долгови. Рационалниот дел за забавување на падот на јавниот долг во однос на БДП показателите во еврозоната бил поврзан со монетарната политика, каде високите јавни долгови се сметаат за закана по ценовната стабилност и независноста на ЕЦБ. Притоа, во последниот случај, поради законски ограничувања, не може да се „монетизира“ јавниот долг, бидејќи високите долгови може да го зголемат ризикот од неизвршување на обврските, кој, од друга страна, ако се реализира може да ја принуди монетарната политика да биде флексибилна или ЕЦБ да се јави како позајмувач во последна инстанца. Двете акции може да се покажат како инфлаторни.

Такиот аргумент е наклонет против јавниот долг, бидејќи ја запоставува побарувачката страна на пазарот за државни обврзници. Двете важни детерминанти на побарувачката за обврзници се ликвидноста и нискиот ризик. Државните обврзници ги вклучуваат двете. Токму важноста на тие детерминанти покажува како кога јавниот долг расте (случајот со САД на крајот на 1990-тите), побарувачката за државни обврзници се преориентира кон обврзници издадени од државно финансирани претпријатија како фондот Фани Ме и фондот Фреди Мак во САД или Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) - (Кредитниот институт за реконструкција) во Германија. Според тоа, оптималниот показател на нето јавен долг кон БДП е различен од нула, односно може да биде различен во многу земји од ЕУ по должничкиот плафон од Мастришката спогодба или од 40 % од БДП во Обединетото Кралство. Треба да се има предвид дека високите нивоа на јавен

долг во Белгија, ниту ја спречиле тамошната економија во постигнувањето на ниски стапки на инфлација, ниту фиксирањето на белгискиот франк за германската марка за време на Европскиот монетарен систем. Според ова, понудата на јавен долг не треба да се остави неповрзана со страната на побарувачката.

Утврдувањето на последиците од усвојувањето на „златното правило на јавните финансии“ во Европската унија бара да се направат одредени проценки. Неговото прифаќање како *циклично прилагодено на дефицитот на нето јавните инвестиции* без „правила за одржливи инвестиции“, *ендогено* ќе доведе до ограничување на растот на јавните инвестиции. За правилно согледување ќе биде искористена следната анализа во два чекора. **Прво**, финансирањето на јавните инвестиции преку задолжување подразбира исплата на камати. **Второ**, таквите плаќања кријат структурни трошоци различни од јавните инвестиции. Слабиот мотив во намалувањето на „нејавните инвестициски“ расходи ќе доведе до раст на каматните плаќања, јавното задолжување и секако на јавните инвестиции.

Ова е аргумент против оние кои сметаат дека усвојувањето на „златното правило“ ќе предизвика неочекуван и неодржлив раст во јавното задолжување. Ако во еврозоната показателот на јавни инвестиции/БДП се зголемува постојано за еден процент, тогаш на показателот јавен долг/БДП ќе му бидат потребни повеќе од 100 години да се искачи на 104 %. Иако тоа може да се смета за стрмен раст, тој нема да биде неодржлив сè додека јавните инвестиции го засилуваат потенцијалниот раст и високиот јавен долг е избалансиран со повисоката побарувачка за државни обврзници. Тоа може да се направи преку повисока номинална стапка на принос согласно со стапките на економски раст или преку поголема побарувачка за ликвидни средства.

Ендогениот лимит на јавните инвестиции, кој е опфатен во самото правило на *циклично прилагодениот дефицит на нето јавните инвестиции*, претставува одговор и за Buti (2003) et al. кога тие изјавуваат: „можноста за задолжување без стриктни лимити со цел да се финансираат инвестициите може да го намали вниманието при евалуација на трошоците и бенефитите од секој проект“. Како што растот во јавните инвестиции е ограничен од потребата да се плати камата на јавниот долг, така од интерес на државата е да имплементира инвестиции чиј показател трошоци и добивки е најнизок.

Покрај растот на јавниот долг и *cost & benefit* - анализата, вредни за споменување се и другите критики на „златното правило“ во еврозоната. Баласоне и Франко (2000) сметаат дека „златното правило“ со промовирањето на јавните инвестиции ќе ги акумулира физичките средства наспроти расходите за образование и здравство. Оттука, дефиницијата на „јавните инвестиции“ во националната статистичка сметка опфаќа трансакции кои водат до промени во залихите на физичкиот капитал (како конструкција на инфраструктури или набавка на компјутерски хардвер), но не и големи износи на потрошувачка поврзани со акумулацијата на човечки капитал, како што се тренингот или R&D (research and development – истражување и развој).

Друга критика на „златното правило“ е што тоа го промовира јавниот капитал, наместо вкупниот капитал (јавен и приватен сектор). За да се согледа овој аргумент треба да се има предвид дека постојат сектори или региони во кои постоењето на јавен капитал има значителни позитивни екстерналии на економијата и приватните инвестиции. Се прави разлика помеѓу два канала на трансмисија на одразот на јавните инфраструктури на растот: **прво**, преку

продуктивните капацитети кои може да покажат комплементарност помеѓу јавните и приватните инвестиции, а со тоа и да ја подобрат продуктивноста на сите фактори; и **второ**, резултатот на приватните фирми зависи не само од тоа колку работна сила и приватен капитал е ангажиран, туку и од квалитетот на опкружувањето во кое тие функционираат. Многу аспекти на тоа опкружување, како што се: законската рамка, квалитетот на транспортната мрежа, квалитетот на комуникациите, се барем делумно обезбедени од државата, од каде и потекнува комплементарноста помеѓу трошоците на јавниот и приватниот капитал.

Едноставноста во примената на ова правило се смета за негов најголем проблем. Проценката на фискалната состојба во услови на циклично прилагоден дефицит е прилично тешко, но издвојувањето на јавните инвестиции дополнително го комплицира индикаторот. Сепак, европските влади ќе бидат одговорни за одржување на дисциплината во поглед на таргетот. Транспарентноста на применетата методологија за пресметка на даночните приходи и јавните расходи, кои се циклично погодени, како и за точниот обем на јавните инвестиции, ќе помогне во подобрување на едноставноста на новиот индикатор.⁷²

Независно од споменатите предности и критики на златното правило, предложените промени на дефицитно-должничките механизми на ПСР може, во најдобар случај, само да ги ублажат проблемите на тековниот процес, а не и да ги решат. Процесот на ПСР, дури и со промените предложени од Европската комисија, не ги спречува земјите да преземаат проциклични потези за време на добри времиња, не обезбедува конзистентно применување на специфични лимити по земји и не е мерливо поприменлив од тековниот процес. Во исто време предложените промени од Европската комисија ќе го направат процесот покомплициран, без сигурност дека дополнителните прилагодувања за циклусот ќе бидат точни.

Основната мотивација на секое правило на фискалната политика е да **промовира стабилен економски раст преку контрола на акумулацијата на долг**. Како доказ за таквиот фундаментален став, секој чекор во еволуцијата на буџетските правила на САД се третираше како лоши фискални вести – од креирањето на конгресниот буџетски процес во раните 1970-ти, иницијалното Gramm-Rudman-Hollings дефицитно лимитирачко правило во средината на 1980-тите, до озаконувањето и рафинирањето на финалните етапи на правилата во 1990, 1993 и 1997 год.⁷³ Потоа, кога во 1990-тите исчезнала грижата за буџетот со остварување на суфицит, интересот за буџетските правила се намалил и било дозволено да бидат исфрлени од употреба.

Лидерите на земјите-членки на ЕУ цврсто верувале дека предностите од кредибилна заедничка валута можеле да се одржат единствено доколку сите земји членки на ЕУ постигнале, истовремено, фискален кредибилитет. Пактот за стабилност и раст бил дизајниран за да се спротивстави на потенцијалната мотивација на секоја индивидуална земја да се обиде да ужива во буџетската слобода, а проследено со надеж дека останатите земји ќе ја одржат неопходната фискална дисциплина за одржување на институционалниот кредибилитет.

⁷² Види: Creel J., "Ranking Fiscal Policy Rules: The Golden Rule of Public Finance vs The Stability and Growth Pact", No. 2003-04, July 2003.

⁷³ За поопширен приказ на ова и на другите правила во САД, види: Irene S. R., "The Politics of Public Budgeting: Getting and Spending, Borrowing and Balancing", Northorn Illinois University, 6ed, стр. 190-210

Земјата “слободен јавач“ може да претпостави дека Европската централна банка нема да ги зголеми каматните стапки само за да ја казни фискалната недисциплина на една земја.

Иако секое правило на фискалната политика има една примарна мотивација, креирањето на такво правило бара мултидимензионален избор. Постојат минимум две сродни цели: 1) долгорочна фискална одговорност и одржливост; и 2) краткорочна макроекономска стабилизација.

Првата цел, фискалната одговорност се мери најчесто преку контрола на акумулацијата на долг. Со претпоставка на рационални финансиски пазари и економски актери, тој критериум мора да се пролонгира временски во догледна иднина, покренувајќи прашања за долгорочните планови и одржливоста. Исто така, фискалните авторитети мора да воспостават доверба во јавноста дека идните политички одлуки ќе бидат здрави и одговорни.

Во исто време, контролата над акумулацијата на долг треба да биде постигната при најнизок можен трошок на невработеност и економски олеснувања за доброто на популацијата. Во екстреман случај, политиката која непотребно го пролонгира економскиот пад може да се покаже како поразителна, дури и на долг рок. Залихата на долг ќе се зголеми, дури и на еднократна основа. Тоа може да ги влоши приватните бизнис инвестиции, барем за одреден период, продолжувајќи го периодот во кој економските перформанси ќе бидат под нормалното ниво, а фискалните дефицити и акумулацијата на долг ќе бидат поголеми од вообичаното ниво.

Според тоа, остварувањето на долгорочна фискална одржливост бара да се има **кредибилитет на финансиските пазари и во јавноста**. За остварување на долгорочна одржливост или краткорочна стабилизација потребно е фискалните правила да бидат транспарентни и управливи во поглед на нивната тековна имплементација, како и функционални во поглед на политичкиот домен. Правило кое е невозможно да се примени, не може да ги има саканите ефекти врз акумулирањето на јавен долг, одржливоста и кредибилитетот. Исто така, кредибилитетот нема да се постигне преку дисциплински механизам што не е јавно прифатен како политички одржлив над одреден временски период. Притоа, ни едно фискално правило не смее да ги попречи основните функции на државата во настојувањето да ги постигне сите други долгорочни цели на јавниот сектор. Тоа инволвира, меѓу другото, предвидливо финансирање и адекватни финансии за јавните инвестиции.

Поради мултидимензионалните цели на фискалните правила, очигледната супериорност на кое било правило на основа на еден критериум не претставува доволна оправданост за негово усвојување. Тоа е веројатно точно со оглед на потребата за баланс меѓу макроекономската стабилизација и ограниченоста на долгот. Сепак, тоа може да биде особено релевантно во однос на ограничувањата во реалноста, како што се административноста, кредибилитетот и политичката практичност. Затоа, секое успешно буџетско правило мора да се покаже како функционално и кредибилно, бидејќи голем дел од јавниот бенефит на фискалната одговорност доаѓа од однесувањето на финансиските пазари.

Притоа, поради фактот што контролата на долгот е во функција на буџетирањето, каде што **макроекономската стабилизација** може да биде реализирана преку монетарната и фискалната политика, секоја политика мора да има значителни предности во однос на втората цел на стабилизација за да ги неутрализира евентуалните недостатоци во однос на првата цел на фискална

контрола. Постојат одредени разлики во околностите помеѓу Европската монетарна унија со нејзината една централна банка и бројни фискални авторитети и САД. Сепак, оваа разлика не треба да биде преувеличена, односно 50-те држави не се мали и се прилично разновидни, додека земјите од ЕМУ со декади биле ограничени во нивните фискални и монетарни политики преку разни трговски и валутни пречки. Европската централна банка се очекува да одговори на негативните макроекономски шокови, кои се доволно силни да влијаат на поголемиот дел од ЕМУ, а Пактот за стабилност и раст обезбедува исклучоци кога има потреба за локализирање на одреден шок. Значи, до одреден степен, останува принципот дека монетарната политика може да носи еден дел од товарот за макроекономска стабилизација, додека фискалните правила треба да се фокусираат потемелно на акумулацијата на долгот.

Поради тоа, фискалните правила треба да бидат оценувани и врз основа на нивната хармоничност со активностите за креирање на стабилна монетарна политика. Предвидливоста и стабилноста треба да бидат релевантни фактори. Монетарните авторитети би биле посигурни во носењето на битни одлуки, дали да се дејствува или не, доколку можат да се потпрат на стабилноста на фискалната политика. Од друга страна, фискалното правило кое може да одговори на неочекуваните промени во буџетот со неочекувани промени во фискалната состојба, ќе ги отежни одлуките на монетарната политика и ќе ги принуди монетарните власти да се натпреваруваат со креаторите на фискалната политика, наместо да соработуваат со нив.⁷⁴

Се констатира дека изборот на фискалното правило и креирањето на фискалната политика бара визија и проценка. Фокусот мора временски да се пролонгира и да го запостави политичкиот критериум. Оптималниот избор можеби нема да биде најдобар, според одредени стандарди, но мора да ги балансира неколкуте важни цели и да биде издржлив под стресни економски и политички услови.

4.2. Алтернативните фискални правила и долгорочната буџетска одговорност

Покрај бројните имплементирани фискални правила, постојат две различни групи на правила кои може да послужат како потенцијални модели: **1) правила засновани на дефицит и долг; и 2) правила на потрошувачка.**

Правилата засновани на дефицит и долг (за едноставност, “дефицитни правила“) генерално функционираат преку нумерички лимити на износот на годишен дефицит – било да е тоа лимит деноминиран во услови на валута, како нула, или лимит поставен како процент од БДП. Примери на таков тип на фискални правила вклучува Пактот на стабилност и раст на ЕУ и Gramm-Rudman-Hollings системот во САД (кој бил во употреба од 1986-1990 год.).

⁷⁴ Во трудот на: Blinder A., “Issues in the Coordination of Monetary and Fiscal Policy”, in *Proceedings of a Conference on Monetary Policy Issues in the 1980s*, Federal Reserve Bank of Kansas City, 9-10 August, Kansas City, Kansas, United State, 1982 се прави подетален осврт на овој проблем. Додека, Canzoneri, M.B., R.E. Cumby and B.T. Diba, “Should the European Central Bank and the Federal Reserve Be Concerned about Fiscal Policy?”, труд подготвен за симпозиум за “Rethinking Stabilization Policy”, 29-31 August, Jackson Hole, Wyoming, United States, 2002, му посветуваат помало внимание.

Системот на САД бил заснован на статутарни доларски лимити на дефицитот, постепено движејќи се кон нула, кои биле еднаш ревидирани (да се олеснат рестрикциите) пред да се пристапи кон замена на системот. Пактот за стабилност и раст поставува максимален дефицит од 3 % од БДП.

Како можна алтернатива на овој пристап е адаптирањето на дефицитниот лимит во согласност со состојбата на економијата. На пример, да се постави дефицитен лимит како процент од потенцијалниот, наместо од актуелниот БДП. Тоа ќе го остави непроменет максималниот дозволив фискален дефицит во валута за земја чиј БДП било утврдено дека паднал под (или се зголемил над) непроменетата проценка на потенцијалниот. Некои сметаат дека таква модификација ќе биде подобрување врз основа на фиксниот процентен лимит од БДП (иако веќе Пактот за стабилност и раст дозволува исклучоци за привремено зголемување на дефицитите).

Клучните карактеристики на втората група на фискални правила, **потрошувачките правила** е што тие се стремат да ги ограничат политички наметнатите зголемувања во потрошувачката и намалувања во даноците, наместо да се фокусираат директно на дефицитот. “Потрошувачките правила” не треба да бидат конструирани на начин да се запостават контролите на загубените приходи поради промени во даночната политика. Во некои аспекти, бил најлабориран модел. Системот на САД (исфрлен од употреба) користел лимити деноминирани во долари на годишно овластени трошења преку „pay-as-you-go“ (PAYGO) рестрикции врз агрегатното трошење облигативно преку перманентните овластувања (најчесто за програми со важни импликации од автоматската стабилизација) и даноци. Во случајот на САД, без вклучувањето на приходите и трошоците, најверојатно е дека правилото немало да успее. Други примери на потрошувачки правила користат ограничувања на сите трошења или на поширока област на трошења, односно тоа е политички избор врз основа на кој таквото правило се прилагодува на различните земји и институции.

Втора карактеристика на американската верзија на потрошувачко правило е што има ефект *ex ante*, наместо *ex post*. Со други зборови, потрошувачкото правило ги ограничува политичките акции при нивното спроведување, а оттаму и нивните идни ефекти, наместо да бараат корективна акција за нивните буџетски резултати по нивното евидентирање за изминатата фискална година. Примената на потрошувачките лимити ги ограничува одобрувањата во моментот на нивното озаконување и примената на PAYGO правилото ги ограничува проценетите идни ефекти од промените во даночната политика и обврзувачките потрошувачки програми. Американскиот систем користел “across-the-board”-потрошувачки резони за да ги корегира политичките пречекорувања, кратко по нивното озаконување.

Потрошувачкото правило на САД било изгласано на почетокот на фискалната 1991 година со цел да се замени претходното правило засновано на дефицит. Тоа продолжило да се применува, откако двапати било обновено, па сè до крајот на фискалната 2002 год. кога било суспендирано. Тоа било неколку пати легално заобиколено во последните три години од неговата примена, откако претходно му помогнало на буџетот да го надмине фискалниот дефицит и да оствари суфицит во доцните 1990-ти години.⁷⁵

⁷⁵ Грешката на САД да го следат сопственото правило во тие години не треба да се гледа како хроничен недостаток на правилото, ништо повеќе отколку што треба ПСР да биде исфрлен поради неговото прекршување од многу земји. Наместо тоа, тековната анализа настојува да ги

4.2.1. Дефицитните правила и фискалната одговорност

Дефицитното правило, како она воведено со ПСР, поставува горна граница за фискалниот дефицит што се однесува за секакви времиња, независно од цикличната кондиција на економијата [постои “предвремен предупредувачки систем” заснован на циклично прилагоден буџет, наменет да го пресретне растечкиот фискален дефицит, кој сè уште не го достигнал референтното ниво на 3 % од БДП. Сепак, во практиката, тој систем не водел кон преземање на вистинска акција од страна на Европската комисија]. Таквата константна референтна граница врз фискалниот дефицит може да предизвика значителни проблеми, при што некои ќе констатираат дека поттикнувањата содржани во таквото правило не придонесуваат за фискална дисциплина.

На пример, претпоставувајќи ги најнеразумните мотивации, фискалните власти на една земја може да изберат да го постават буџетски дефицит што е можно поблиску до лимитот (имајќи го предвид предвремениот предупредувачки систем) во услови кога економијата функционира на нејзиното потенцијално ниво. Таквата земја ќе прогнозира оптимистички фискални перспективи, кои ќе го доведат буџетот во статус “блиску до рамнотежа” (СТВ – close-to-balance) во предвидениот период. Доколку економијата изненади и расте со поголема стапка, тогаш референтната граница како процент од БДП ќе креира дополнителен простор за фискални дефицити. Доколку економијата ослабела и со тоа го зголемила дефицитот, политичарите може да очекуваат дека тие дефицити ќе бидат ослободени од дисциплинирање на основа дека се „привремени“. Тоа ќе резултира со надеж земјата да го експлоатира бенефитот на монетарната стабилност, кој е постигнат преку дисциплината на останатите земји-членки на ЕУ, додека таа ги ужива придобивките од поголемото јавно трошење во однос на реализираните приходи. Секако, ако секоја земја се однесува на таков начин, монетарната стабилност нема долго да трае.

Покрај заканата за монетарна стабилност, фискалната стабилност на дадената земја ќе биде од краткорочен карактер. Секоја циклична економска слабост или секој неповолен продуктивен шок при фискални дефицити во границите на здрава политика во добри времиња ќе го придвижи буџетот во прекумерен и значителен дефицит.

Како што е претходно нотирано, дадената земја може да се подложи на милоста на Комисијата тврдејќи дека прекумерниот дефицит бил причинет со рецесија и има привремен карактер. Таквите чести апели ќе ја затегнат кохезијата во ЕУ и придонесат конкретната земја да продолжи да се задолжува и да додава нов долг на акумулираниот сè додека не се решат процедуралните прашања. Во некое догледно идно време, токму дополнителниот долг ќе ѝ одмогне на земјата да ги исполни фискалните стандарди на Европската комисија.

Може да се помисли дека промената на дефицитното правило во кое референтната вредност за фискалниот дефицит е поставена како процент од потенцијалниот, наместо актуелниот БДП, ќе го реши овој проблем. Во најдобар

евалуира алтернативните правила за нивни релативни мерила, притоа разбирајќи дека “иако е наменето сите правила, вклучително оние препорачани со закон, строго и перманентно да се применуваат од страна на идни влади, тие во **практиката** се отворени за интерпретација и може да бидат ревидирани, суспендирани или отповикани преку последователна законска акција” (Kopits, G. & Symansky S., “Fiscal Policy Rules”, *International Monetary Fund Occasional Paper*, No. 162, IMF, Washington DC., 1998, стр. 8)

случај, тоа ќе го оптимализира проблемот, но нема и да го реши. Во практиката, разликата во фискалниот таргет од така ревидираното правило ќе биде многу мала за да се променат мотивите и однесувањето на фискалните власти на земјата, односно тие ќе го имаат истиот мотив да го таргетираат нивниот дефицит колку што е можно поблиску до поставениот лимит.

На пример, во економија која функционира на потенцијалното ниво на БДП, износот на референтниот фискален дефицит на 3 % од БДП, измерен во валута, при такво ревидирано правило, би бил непроменет. Ако економијата порасне над нејзиниот проценет потенцијал, дефицитниот лимит изразен во валута нема да расте при такво правило, односно при силна економија, фактичкиот дефицит ќе се намали и ќе им остави повеќе простор на политичарите за евентуално намалување на потрошувачката и даноците. Секако, тоа претпоставува дека напливот на екстра раст ќе биде брзо регистриран како надминување на потенцијалот. Доколку тоа било толкувано како зголемување на потенцијалот, тогаш сè уште би имало место за проциклична политика за зголемување на дефицитот.

Меѓутоа, ако економијата растела со помала динамика, политичарите би имале повеќе простор за да го зголемат нивниот дефицит, бидејќи 3 % од потенцијалниот БДП би било подобро, отколку истиот сооднос од фактичкиот БДП.

Земајќи ги предвид овие лимитирани разлики во дефицитното правило, во економија со потенцијална функционалност, може да се очекува од политичарите да го поместат нивниот дефицит поблиску до 3 % од БДП, потпирајќи се на омилените претпоставки за претстојните години за да демонстрира усогласеност со стандардот “блиску до баланс” или во суфицит. Согласно со исклучоците во рецесија, тие можат да очекуваат дека ќе има потреба од затегнување на политиката, дури и кога буџетските резултати се покажале како помалку наклонети. Во тој поглед, дефицитното правило не е помалку ранливо на грешката со долгорочно прогнозирање, отколку што е случајот со потрошувачкото правило.

Сигурно е делумно цинично да се претпостави дека земјите ќе изберат да манипулираат со дефицитното фискално правило до границите на неговата еластичност. Политичарите се свесни за добросостојбата на нивните гласачи и дека долгот генерира негово сервисирање, кое може да создаде нов долг. Дури и оние индивидуи, кои веруваат дека стимулативните ефекти на постоечките правила засновани на дефицит се доволно силни за да водат до некоја мера на фискална неодговорност, ќе признаат дека тоа е за јавниот интерес и покрај грижата на политичарите.

Сепак, не може да се негира дека дефицитното фискално правило, како што е погоре опишано, претставува едностран инструмент. Тоа не обезбедува продуктивно насочување за земјите чии дефицити се помали од референтното ниво, дозволувајќи им слободно да се движат кон тој лимит без да бидат казнети, односно со додавање на нов долг на акумулираниот и со обврски за сервисирање на долгот (можно е да се помисли дека среднорочното правило “блиску до биланс” обезбедува такво насочување делумно поради леснотијата да се прогнозираат буџетските подобрувања за повеќе фискални години за економија прогнозирана со раст и со претпоставки за идни потрошувачки рестрикции). Некој може да констатира дека структурата и стимулациите на дефицитното фискално правило не подразбираат прекршување на правилото со

цел да се постигнат негативни резултати, односно доволен ќе биде притисокот на кратките изборни циклуси наспроти долгорочните интереси.

Искуството на САД од 1985 до 1990 год. укажува на бројни можности за манипулација и евазија под дефицитното фискално правило. Со потрошувачкото правило во САД се направил обид однапред да се воведо потрошувачка дисциплина - пред почетокот на фискалната година. Алтернативно, некој може да се потруди да го воведо правилото во последните месеци од фискалната година со ретроспективни карактеристики. Двата начини се подложени на манипулација.

Во одредени околности дефицитното правило дозволува манипулации преку изборот на економска и буџетска проекција, којашто овозможува да се остварат политичките желби. На пример, институцијата одговорна за буџетската прогноза може да ја одолговлекува потребата за зголемување на даноците или намалување на потрошувачката преку издавање на пооптимистичка прогноза, а оттаму и понизок проектиран буџетски дефицит. Таквата манипулација во САД им дозволила на различни учесници во буџетскиот процес да ја форсираат одговорноста преку политики на штедење за останатите буџетски корисници, а кои презентирале дополнителен политички мотив за манипулација со системот. Поради фактот што потрошувачкото правило не делува на буџетската прогноза (но наместо тоа инволвира однапред објавени плафони на апропријација и „pay-as-you-go“ барање за облигациона потрошувачка и даноци, кои често се помалку зависни од економските прогнози), тоа покренува помали очекувања од таков ризик.⁷⁶

4.3. Фискалните правила и макроекономската стабилност

Како што фискалната одговорност бара контрола на долгот кога економијата е силна или слаба, така и макроекономската стабилност бара здраво буџетирање во добри и лоши времиња. Од претходното може да се заклучи дека дефицитното правило е несовршен инструмент за макроекономска стабилизација.

4.3.1. Дефицитните правила и макроекономската стабилизација

При дефицитно правило расположливите стабилизационски опции на креаторите на фискалната политика зависат од претходната состојба на буџетот. На пример, ако економијата се олабави при буџет во суфицит или мал дефицит, референтната граница на БДП ќе се намали во валутен израз (бидејќи износот на БДП ќе заостане во споредба со очекувањата), но сè уште може да има буџетски простор преку автоматските стабилизатори да се зголеми дефицитот, како и за дополнителна акција со цел да се стимулира економијата и/или да се обезбеди олеснување за погодените лица и бизниси. Сепак, ако фискалните дефицити веќе биле блиску до референтното ниво од 3% од БДП, тогаш понискиот износ на БДП ќе го намали просторот за функционирање на автоматските стабилизатори и може да ги принуди политичарите да размислат

⁷⁶ Во овој контекст под апропријација се подразбира доделување на пари за специфични намени (appropriation bill).

за проциклично стегање на буџетот.⁷⁷ Погодената земја може да смета дека дефицитот бил привремен, бидејќи бил предизвикан од економскиот циклус, како и да побара толеранција во однос на референтното дефицитно ниво до моментот на заздравување на економијата. Тоа може да инволвира несигурност за политичарите и погодената јавност, како и можно несогласување со одговорните лица на Комисијата.

Во случајот на зајакнување на економијата и подобрување на буџетот, ефектите од дефицитното правило се повторно проциклични. Со порастот на фактичкиот БДП, валутната вредност на 3 %-то референтно ниво на БДП се зголемува и остава повеќе простор на фискалните власти за да ги намалат даноците или да ја зголемат потрошувачката. Доколку буџетот започнал во дефицит над референтното ниво, растот на економијата или ќе го намали потребниот износ на фискална рационализација или целосно ќе го елиминира.

Од ова може да се заклучи дека *пропустите* на дефицитното правило се тоа: што овозможува (можеби охрабрува) земјите да водат **прекумерно релаксирани фискални политики во добри времиња и може да ја ограничи контрацикличната фискална политика, вклучувајќи го дејствувањето на автоматските стабилизатори во лоши услови**. Една честа реакција е дека фискалното правило треба да биде циклично прилагодено за да ги реши овие проблеми. Сепак, за да се решат овие проблеми треба далеку покомплицирана политичка промена, односно да се користи циклично прилагоден БДП во однос на тековно користениот фактички БДП во постојното дефицитно правило.

Ако дефицитното правило било циклично прилагодено и засновано на потенцијалниот наместо фактичкиот БДП, тогаш неприродните мотиви ќе бидат намалени, но не и отстранети. Во слаба економија, валутниот износ на дозволения дефицит нема да се намали, бидејќи нема да се намали потенцијалниот БДП. Меѓутоа, фактичкиот дефицит ќе се зголеми и на тој начин сè уште ќе биде можно земјата да се најде во состојба на натфрлање на референтниот дефицитен износ, притоа соочувајќи се со проциклично стегање на буџетската политика. Во случај на силна економија ќе важи спротивното. Дефицитното референтно ниво изразено во валута нема да се промени, бидејќи проценетиот потенцијален БДП нема да се промени, но фактичкиот дефицит ќе се намали и политичарите ќе сфатат дека го подигнале опсегот за да се впуштат во проциклична фискална експанзија.

Затоа за да се разрешат процикличните тенденции на дефицитните правила ќе биде потребно да се направи нешто повеќе од само замена на актуелниот со потенцијалниот БДП во пропишаното правило. Наместо тоа, во силна економија треба да се намали максималниот дозволен процент од БДП за дефицит и да се зголеми процентот во слаба економија, односно треба да се направи дефицитното правило повеќе да се однесува како потрошувачко правило.

4.3.2. Потрошувачкото правило и макроекономската стабилизација

Различната категоризација на потрошувачките програми за ограничување преку нумерички лимити, спротивно на процедурите „pay-as-you-go“, ќе влијае

⁷⁷ Види: European Commission, “European Economy”, No.1, 2004, стр. 90

врз макроекономската стабилност. При примената на потрошувачките програми во САД, тие биле доделени на еден или на друг инструмент преку прилично едноставно правило. Програмите подложени на годишна апропријација биле ограничени со потрошувачки лимити, т.е. програмите финансирани преку континуиран закон биле предмет на „pay-as-you-go“-процедури. До извесен степен таа разлика била заснована на должината на времето потребно за да може да се имплементираат програмските промени и да имаат значајно влијание на износот на трошоци. Сепак, алтернативниот критериум за оваа разлика може да биде силата на ефектите на автоматскиот стабилизатор од различни потрошувачки програми. Во контекстот на САД двата критериуми го дале приближно истиот резултат.

Сепак, во друга државна структура, категоризацијата заснована директно на **ефектите на автоматските стабилизатори** може, исто така, да биде валидна. Во таква државна структура износот на потрошувачка подложен на нумерички лимити, спротивно на „pay-as-you-go“, може да биде компаративно поголема или помала. Во Шведска, на пример, сите некамати трошења на централната влада се подложени на лимит, односно нема „pay-as-you-go“ категорија. Потрошувачките правила може да бидат прилагодени на различни државни институции во различни земји преку слични политички одлуки.

Со така детерминирани дизајнерски избори фискалното правило засновано на потрошувачка нема да се промени карактерно со цикличните флукутации во економијата. Тоа обезбедува значителни предности, но во некоја мерка ги ограничува политичките одговори.

Во **слаба економија**, потрошувачкото правило бара континуирана усогласеност со лимитите на годишните апропријации. Истовремено, правилото сосема ги прилагодува зголемувањата во контрацикличните потрошувачки програми, како и намалувањата на приходите кои ќе се случат без промени во конкретниот закон. Со други зборови, потрошувачкото правило целосно ги прилагодува државните активности на програмите во буџетот, кои пак имаат функција на автоматски стабилизатори. Тоа е предноста во однос на дефицитното правило, независно дали е циклично прилагодено или не, кое може да има потреба од проциклично буџетско затегање доколку дефицитот се приближи кон референтната граница. Понатаму, потрошувачкото правило е ефективно и циклично прилагодено во реално време, односно тоа не покренува прашања кај политичарите, јавноста или финансиските пазари дали ќе им биде дозволено на автоматските стабилизатори да функционираат на страната на даноците и контрацикличните потрошувачки политики, пред сè поради **безусловното одобрение за дејствување на автоматските стабилизатори**.

Потрошувачкото правило ќе има други предности во поглед на зајакнувањето на економијата и подобрувањето на буџетот. За разлика од дефицитното правило, каде поголем БДП би дозволил поголем процикличен дефицит, потрошувачкото правило ќе побарува политиката да остане неутрална во поглед на дефицитот. Тоа ќе им дозволи на автоматските стабилизатори во буџетот да ја зауздаат засилената економија на контрацикличен начин. На тој начин потрошувачкото фискално правило ќе има соодветен ефект во дозволувањето на автоматските стабилизатори да дејствуваат континуирано во буџетот, независно од економската состојба - раст или опаѓање.

Во **силна економија**, растот во приходите и намалувањето во овластените трошења ќе настојува да го „дампира“ секој прекумерен раст. Секако дека правилото ќе им дозволи на фискалните власти да воведат

дополнителни ограничувања во економија во полет. Исто така, монетарните власти може да дејствуваат послободно (можно е монетарната политика да биде поефективна, доколку може да смета на стабилноста во буџетската политика, наместо на континуираните адаптации во фискалната политика). Сепак, потрошувачкото правило ќе ги спречи одговорните политичари за воведување на дополнителни стимуланти во ослабена економија (во отсуство на некои исклучителни мерки, како што се декларирањето на прекумерен дефицит под ПСР како привремено и оттука дозволиво). Потрошувачкото правило може да биде дозволено со цел да се прилагодат еднократните трошоци по основа на природни катастрофи и други такви непредвидени потреби (како што бил случајот во САД), кои може да обезбедат контрациклични стимулации под тие околности (очигледно најслабото сценарио за потрошувачкото правило подразбира негова стриктна интерпретација и примена во слаба економија каде не се дозволува критична стимулативна фискална политика, односно ситуација во која најверојатно политичарите ја преземаат одлуката во свои раце).

Согласно со тоа, следењето на функционалноста на потрошувачките правила била далеку од охрабрувачка. Иако на крајот потрошувачкото правило е само дел од вкупниот систем, Шведска и САД имале добри резултати со примената на потрошувачкото правило. Посебно неверојатен под ова правило бил напредокот на САД.

Критичките прашања потекнуваат од преферираните карактеристики на фискалното правило. Дали најдобро правило би било она кое дозволува автоматските стабилизатори да функционираат во секое време и без рестрикции, но кое спречува или најмалку ограничува дополнителна контрациклична политика во кривка економија? Со други зборови, дали би било подобро најдоброто правило да биде она кое понекогаш ги ограничува тие стабилизатори во економски рецесии и никогаш не бара нивна акција при економски експанзии, но ќе може со претходно постоечки дефицит да дозволи дополнителна експанзивна контрациклична политика? Тоа очигледно е прашање на оценка.

Сепак, аргументативно, **давањето на слободно владеење на автоматските стабилизатори при пораст и падови на економијата можеби е подобра политика.**⁷⁸ Нема причина да се верува дека правилото засновано на потрошувачка ќе биде помалку корисно за стабилна макроекономија, отколку правилото засновано на дефицит, односно процикличните тенденции на дефицитните правила ќе сугерираат дека супериорноста е на страната на потрошувачките правила. Таквата оценка ќе зависи во еден дел од непрецизноста во предвидувањата на економскиот и буџетскиот процес.

4.3.3. Слабостите на критичната контрациклична фискална политика

Потрошувачкото правило нема да дозволи дополнителни промени во фискалната политика за стимулативни контрациклични фискални цели, но од

⁷⁸ “... дури и држави кои уживаат солидна репутација може да посакаат да се воздржат од водење на **дискрециска** контрациклична фискална политика во поглед на застоите поврзани со имплементацијата, неповратноста и политичките ограничувања. Фактички, акумулираните докази за ефективноста на **дискрецискиот** активизам предлага дека тие треба едноставно да се потпрат на фискално правило што дозволува функционирање на автоматските стабилизатори” (Kopits G., “Fiscal Rules: Useful Policy Framework or Unnecessary Ornament?”, *International Monetary Fund Working Paper*, No. 01/145, IMF, Washington DC, 2001, стр. 8)

таа причина нема ниту да запостави какво било контрациклично прилагодување или пак поради погрешните податоци во макроекономските индикатори (треба да се забележи дека, во зависност од околностите, правилото може да биде направено за да дозволи такви акции) ќе се помести во спротивна насока.

Кога тоа се посматра од аспект на стабилизационската политика, фискалното правило водено преку циклично прилагодена дефицитна мерка може да изгледа супериорно. Сепак, постојат бројни проблеми со имплементацијата на критичната контрациклична фискална политика. Како една работа, постојат повеќекратни застои во движењата на податоците и буџетските процеси кои резултираат со значително одлагање меѓу појавата на економски феномен и крајната имплементација на фискалната политика.

Податоците се прибираат, процесираат и ревидираат со значителни застои, кои може да бидат наречени технички застои. Она што било јасно од минатите години е дека податоците може да бидат погрешно толкувани со години, а не само за квартали, но нема гаранција дека и „крајните“ резултати ќе бидат безначајни при нивното објавување.

Канцеларијата за буџет при Конгресот - CBO (Congressional Budget Office) ги сумирала непрецизностите од реалните економски проекции во САД - оние од Претседателските буџети и приватниот сектор – како што следи:

“Како што покажуваат податоците, предвидувачите настојуваат колективно да погрешат за време на периоди кои инволвираат пресвртни точки во бизнис-циклусот или значајни поместувања во трендовската стапка на раст на продуктивноста. На пример, повеќето предвидувачи ја прецениле економската стапка на раст во прогнозите што тие ги направиле пред последователните рецесии во раните 1980-ти години. Таквата шема била повторена во прогнозите што ги направиле пред поумерената рецесија во раните 1990 - ти. Како дополнување, за време на средината на 1970 - тите, прогнозерите продолжиле да претпоставуваат дека ќе превладува трендот на продуктивноста од претходните две декади. Ретроспективно, трендот на продуктивноста од 1970 - тите и 1980 - тите бил значително понизок од оној во 1950 - тите и 1960 - тите години. Поради очекувањата на прогнозерите во 1970 - тите да се врати претходниот тренд, нивните прогнози на реалниот резултат, од средината до крајот на 1970 - тите, излегле премногу оптимистички. Делумно поради истата причина, прогнозерите континуирано ја потцениле инфлацијата во доцните 1970 - ти.

Годините од 1995 до 2000 биле слика во огледало од прогнозерското искуство од доцните 1970 - те. Делумно поради потценувањето на трендовската стапка на раст на продуктивноста во почетокот на 1996 година, тие дале помало предвидување за стапката на раст на економијата и повисоко предвидување за инфлацијата“.⁷⁹

Сумарно и кратко, економското прогнозирање било многу егзактно, освен во важните ситуации. CBO елаборирал на оваа точка преку квалификување на секоја оптимистичка интерпретација на просеците од прогнозерските грешки за долги временски периоди:

„Како што е претходно нотирано, прогнозерските грешки настојуваат да бидат поголеми при пресвртни точки во бизнис-циклусот и кога има поместувања во поголемите економски трендови. Таквата тенденција може јасно да биде

⁷⁹ Види: Congressional Budget Office, “CBO’s Economic Forecasting Record”, CBO, October, Washington, 2005, стр. 3

согледана во прогнозите на растот на реалниот доход преку споредување на големите грешки за периодот од 1973 до 1983 год., кога економијата поминала низ нејзиниот најтурбулентен рецесиски период во повоената ера, со помалите грешки евидентирани во експанзивните години од 1985 до 1987 год. Уште по неодамна, рецесијата од 2001 и бавното здравување во 2002 год. се последица на натфрлените предвидувања направени од прогнозите во 2000 и 2001 год.⁸⁰

Нема причина да не се верува во искуството на САД од овој вид. Затоа, некој може слободно да дебатира за ефикасноста или скоро безгрешноста на функционалноста на автоматските стабилизатори наспроти дискутабилната фискална политика.

Дури и во случај кога економските податоци се целосно оформени, тие влегуваат во процесот на политичко одлучување во различни точки од буџетскиот циклус. Притоа, политичките одлуки се прават со варијабилна рапидност, вклучувајќи политички застои во признавањето на податоците и дејствувањето според нив. Овие застои можат да додадат дополнителна мерка на одлагање како одговор на акциите од критичната фискална политика.

Европската комисија го препознала овој проблем во нејзиниот финален извештај од 2004 год. кога нотирала дека потребите за прилагодување на процикличната политика "... проследена со традиционално долги застои во идентификувањето на кратките падови во растот и бавноста во процесот на фискално одлучување ги ограничува фискалните авторитети".⁸¹

Во зависност од годишниот буџетски циклус и временските застои во собирањето, процесирањето и постапувањето по економските податоци, времето на одлагање од реалните светски движења до вистинскиот одраз на фискалната политика според дефицитното правило лесно може да биде две или повеќе години. Тоа е многу долго време на скалата на економски циклуси.

Поради истите тие причини фискалната политика е многу потешко да се промени во однос на монетарната, дури и кога тоа го бараат околностите. Годишниот циклус на политичко одлучување може да биде одложен и на подолго време. Промената на бенефициите од потрошувачката и даночните политики преку одвраќање е политички тешко. Затоа поместувањето во правецот на движење на фискалната политика ќе биде далеку потешко, отколку, на пример, пренасочувањето на монетарната политика на САД во соочувањето со нестабилноста на меѓународната валута во 1998 год.

Токму таквите временски застои се причините поради кои економистите со тек на време се наклониле повеќе кон монетарните власти за водење на стабилизациона политика - со или без примена на фискално правило засновано на дефицит.

Поради проблемите со застој во дискрециската макроекономска стабилизација, некои субјекти можат да констатираат дека промените во фискалната политика ќе се придвижат многу побрзо доколку системот на политичко одлучување дозволи мала интервенција од страна на раководните политичари.

Такво дефицитно правило со брза реакција бара одлучувачите за буџетската политика да остварат детална контрола врз потрошувачката и даночната политика, при што тековните политички одлуки ќе може да се донесат

⁸⁰ Исто, цитирано дело, стр. 4

⁸¹ Види: European Commission, "European Economy", No.1, 2004, стр. 90

во согласност со механичка формула. Политичарите не можеле да најдат време да дебатираат за деталите од контрацикличните политички одлуки и да ја почитуваат временската рамка. Во некои случаи, предлозите за целосно потпирање на фискалната политика за остварување на контрациклични цели барале однапред да се одберат некои ограничени опции за политичките алатки избрани преку некоја формула. Таквиот механизмиран процес ќе биде подложен на носење погрешни буџетски одлуки што остава простор за идејна конфронтација помеѓу економистите и претставниците на јавниот сектор.

Отфрлањето на циклично прилагодено дефицитно буџетско правило нема да значи дека политичарите ќе се откажат од мудроста во пресметувањето на проценките за циклично прилагодениот дефицит. Попрво, тие модели би биле употребени како излезни резултати во креирањето на политичките процеси, наместо како детерминанти на резултатите од тие процеси.

5.1. Буџетскиот дефицит во Република Македонија

Како еден од почесто применуваните начини за стимулирање на економскиот раст преку фискалната политика е намалувањето на даноците, случајот со Бушовата администрација во 2001 и 2003 год. и Владата на Македонија во 2006 година. Генерално, таквото намалување на даноците е корисно за економијата, бидејќи ја зголемува мотивацијата за работа и води до повисоко ниво на доход. Секако дека таквата мерка за намалување на даноците била пресретната со големо спротивставување од опозицијата и во двете економии. Еден од популарните аргументи против намалувањето на даноците е што таквата мерка без соодветно намалување на расходите во буџетот ќе води кон идни буџетски дефицити, кои ќе се трансформираат во повисоки долгорочни каматни стапки и пониско ниво на доход.

Една дебата поврзана со одраз на буџетскиот дефицит врз каматните стапки кренала голема „прашина“ во финансиските весници. За илустрација, издавачот на „Wall Street Journal“ изјавил дека: „сознанието дека дефицитите предизвикуваат раст на каматните стапки е чиста фикција, констатирал Роберт Рубин, секретар на Трезорот на претседателот Клинтон. Не постоел никаков емпириски доказ за да се поддржи овој аргумент во моментот кога Рубин го искоментирал и сè уште нема“. Сепак, во едно сведочење пред Конгресот, Претседателот на федералните резерви - Алан Гринспан изјавил: „Не постои сомневање дека ако се зголемат дефицитите, наспроти она што некои го кажале претходно, тоа ќе предизвика ефект врз долгорочните каматни стапки, односно ќе има негативен ефект врз економијата“.

Во економијата постои став дека примената на буџетскиот дефицит е оправдан само доколку тој се применува за излез на економијата од рецесија или во случај на војна. Сепак, таквите класичарски ставови биле нарушени на почетокот на 1980 - тите години и во поголемиот дел од 1990 - тите, период кој се карактеризирал со најдолга мировна експанзија во историјата на САД. За разлика од САД, во Македонија буџетскиот дефицит бил забележителен при осамостојувањето, воениот конфликт од 2001 год. и Светската економска криза, која во нашата земја се почувствува една година по нејзиното настанување, односно во 2009 год.

Во наредниот дел од анализата на движењата на буџетскиот дефицит во Република Македонија ќе се појде од разгледување на податоци кои се применуваат од бројни економски аналитичари во намерата за согледување на ефектите од дефицитното финансирање, како и постоењето на евентуални корелации помеѓу буџетскиот дефицит и трговскиот дефицит, буџетскиот дефицит и каматните стапки. Нормално, нивото на различна развиеност нема да ни дозволи адекватна компарација на податоците, но, генерално, може во голема мерка да ги согледаме импликациите од должничкото финансирање.

Графикон 5.1. Буџетскиот дефицит на Македонија (како % од БДП)



Извор: НБРМ

Во графиконот 5.1 се презентирани движењата во буџетот на Република Македонија со посебен осврт на порелевантните историски дефицити. Карактеристично за Република Македонија во поглед на фискална политика е што цврсто се придржувала до примената на експанзивна фискална политика во ситуации кои се претходно опишани од страна на класичарите, односно при појава на воен конфликт и неповолни економски циклуси. Таков бил случајот со воениот конфликт во 2001 година кога буџетскиот дефицит достигнал втора најголема бројка од осамостојувањето од -7,2 % за потоа во наредните три години да биде сведен на 0 % од БДП во 2004 година. Карактеристично за тој период била интенцијата на Народна банка на Република Македонија да ја одржи ценовната стабилност во окружување кое изобилувало со нестабилни економски услови, задача со која успешно се справила. Причината за големиот буџетски дефицит биле зголемените буџетски расходи за 33,9 %, потрошувачка која немала значителен импулс врз домашната економија, бидејќи поголем дел од неа била наменета за набавка на воена опрема од странски земји. Меѓутоа, секако, битно влијание на дефицитот имала и намалената наплата на даночните приходи. Како последица на тој воен конфликт се намалиле и инвестициите во машини и опрема за 16,9 %, индустриското производство (поради намалените порачки од странските партнери), надворешно трговската размена за 16,5 %, како и производството на земјоделски производи.⁸²

Во такви услови на дејствување, банките покажале голема доза на воздржаност од кредитирање. Централната банка ја одржувала монетарната стабилност преку нејзината интермедијална цел (девизниот курс), која била влошена со зголемената побарувачка на девизи. Тоа резултирало со решителен настап на Националната банка на девизниот пазар, односно на страната на понудата со продажба на девизи и на страната на побарувачката за девизи со

⁸² Види: Годишен извештај на НБРМ, 2001

аукции на благајничките записи со двојно повисоки каматни стапки. Потоа, бројни интервенции преку примена на инструментот на задолжителна резерва, ломбардниот кредит, како и други мерки кои и стојат на располагање на Централната банка. Во тоа време присебноста на монетарната политика, конкретно, нејзиниот рестриктивен карактер, одиграл круцијална улога во одржувањето на макроекономската стабилност. Таквата состојба во голема мера била предизвикана од континуираниот негативен биланс во тековната сметка, која само во одредени периоди се намалува драстично, како резултат на приватните дознаки од странство. Од графиконот којшто е прикажен подолу, може да се согледа таквата динамика на тековната сметка. Токму на крајот од 2008 година, кога во последниот квартал се почувствува интензивен пад на нарачките за домашните производи од странските партнери, се постигна и најнискиот трговски дефицит од -12,8 % од БДП. Тоа особено е последица на негативната констелација на домашната економија, според која индустријата учествува со умерен процент, наспроти доминантниот сегмент на услуги.

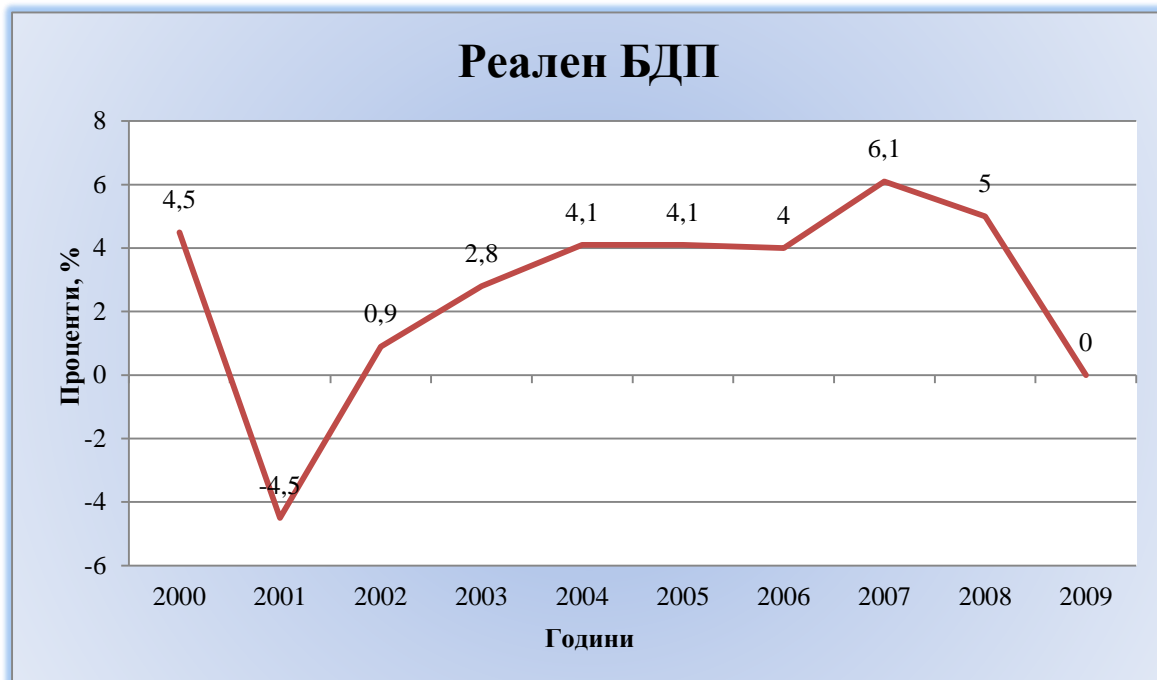
Графикон 5.2. Тековниот дефицит (како % од БДП)



Извор: НБРМ

Податоците од графиконот 5.3 и графиконот 5.1, прикажани погоре, ни ја даваат поврзаноста помеѓу стапката на реален раст на економијата и водењето на политика на буџетски дефицит. Со споредбата на трендовите во динамиката на податоците за буџетскиот дефицит како % од БДП и показателот за реален раст на БДП се добива одговор за тоа дали е оправдана политиката на буџетски дефицит во Република Македонија. Она што е веднаш воочливо од графиконот 5.3 за растот на реалниот БДП во Македонија е моментот на адекватно следење на длабокиот пад на економијата во 2001 година со изразена стапка на буџетски дефицит од 7,2 % од БДП, која во наредните години покажала тренд на опаѓање за потоа да се задржи во баланс или суфицит.

Графикон 5.3. Стапки на раст на реален БДП во Македонија



Извор: НБРМ

Исто така, интересен е фактот што во периодот на остварување на најголемиот економски раст во историјата на македонската економија од 6,1 % во 2007 година, државата водела прудентна фискална политика координирана со монетарната политика во насока на остварување на основната цел - ценовна стабилност. Буџетот достигнал суфицит од 0,6 % од БДП. Секако, овде неспорно е влијанието на државата која преку различни проекти се поставила во функција на заживување на економијата, односно која преку различните фискални стимулативни пакети помогнала во амортизација на рецесивниот бран врз домашната економија. За тој дел, односно кои мерки ги презела Владата на Македонија во насока на постигнување на повисоко ниво на економски раст и развој, како и импликациите кои се јавиле од таквото финансирање на државата, подетално ќе се фокусираме во една од наредните точки.

5.2. Ефекти од дефицитното финансирање во Република Македонија

Според класичната теорија, начинот на кој државата ќе се одлучи да го финансира одредено ниво на потрошувачка може да има значајни реперкусии за економијата. Да претпоставиме дека државата одлучува да ги намали даноците и да ја финансира потрошувачката преку зголемување на средствата што ги позајмува од јавноста (случајот со Македонија во 2006 - 2008 година). Според овој став, потрошувачите ќе зачуваат само еден дел од зголемениот доход по оданочување, а остатокот ќе го наменат за потрошувачка. Со оглед на тоа што намалувањето на државните заштеди не е соодветно проследено со раст на приватното штедење (бидејќи еден дел од доходот потрошувачите го трошат), очигледно е дека вкупното штедење во економијата ќе се намали. За економиите без пристап (или кои не ги користат) до странските извори на

средства, нивото на национално штедење, кое е разлика помеѓу резултатот и потрошувачката, има значајни импликации врз идното ниво на излезниот резултат.

Во денешниот свет на високо развиени финансиски пазари и интензивен процес на глобализација на стоковните и капиталните текови, често пати, земјите си зајмуваат и позајмуваат помеѓу себе. На пример, една земја може да одлучи да троши повеќе од тоа што произведува со увезување на релативно повеќе добра од други земји отколку што извезува и да плати за тоа со задолжување на финансиските пазари. Според економската терминологија, тековната сметка ќе биде во дефицит, додека пак капиталната сметка во суфицит. Сепак, доколку економијата нема пристап на финансиските пазари, тогаш нема да биде во можност да го финансира трговскиот дефицит преку позајмување од други држави. Единствен начин да се плати за увозот е со приходите од извозот. Со други зборови, нето-извозот ќе треба да биде нула.

Според националното сметководство, произведениот резултат т.е. национален производ опфаќа четири економски категории: приватна потрошувачка, инвестиции, јавна потрошувачка и нето-извоз. Имено, секој произведен резултат во кој било период може да биде употребен од приватниот сектор или државата, т.е. да биде инвестиран или истргуван со други земји. Ако обемот на добра произведен во економијата е поголем од збирот на инвестициите и потрошувачката на приватниот и државниот сектор, тогаш нето-извозот ќе биде позитивен, бидејќи земјата ќе го извезува остатокот од производот, откако ќе се одбијат потрошувачката и инвестициите.

Поради фактот што разликата меѓу националниот производ и потрошувачката (од приватниот и државниот сектор) е дефинирана како **национално штедење**, националните сметки сугерираат дека секогаш кога нето-извозот е нула треба да постои еднаквост помеѓу националното штедење и националните инвестиции. Релевантниот момент за земјата која нема пристап до странските фондови (кога нето-извозот е нула) е дека ако се намалат националните заштеди, тогаш неизбежно е да дојде до намалување и на стапката на инвестиции. Тоа се постигнува преку зголемување на долгорочните каматни стапки, кои ги загушуваат инвестициите и ги доведуваат на нивото на националното штедење. Таквото намалено ниво на инвестиции ќе биде рефлектирано во идни пониски нивоа на реален БДП.

Друга ќе биде состојбата во економија која има пристап до **странски извори на средства**. Во овој случај, порастот на износот на позајмените средства од странство ќе го надомести падот во нивото на националното штедење. Притоа, земјата ќе може да консумира и инвестира повеќе од што произведува преку увезување на релативно повеќе добра од странство, отколку што извезува (т.е. тековната сметка ќе биде во дефицит) и нив да ги финансира преку задолжување од странство (т.е. капиталната сметка ќе биде во суфицит). Во зависност од кредитниот рејтинг на одредена земја на светските финансиски пазари, побарувачката за странски средства, сè уште, може да предизвика нагорен тренд во движењето на каматните стапки. Меѓутоа, инвестициите нема да се намалат како резултат на тоа.

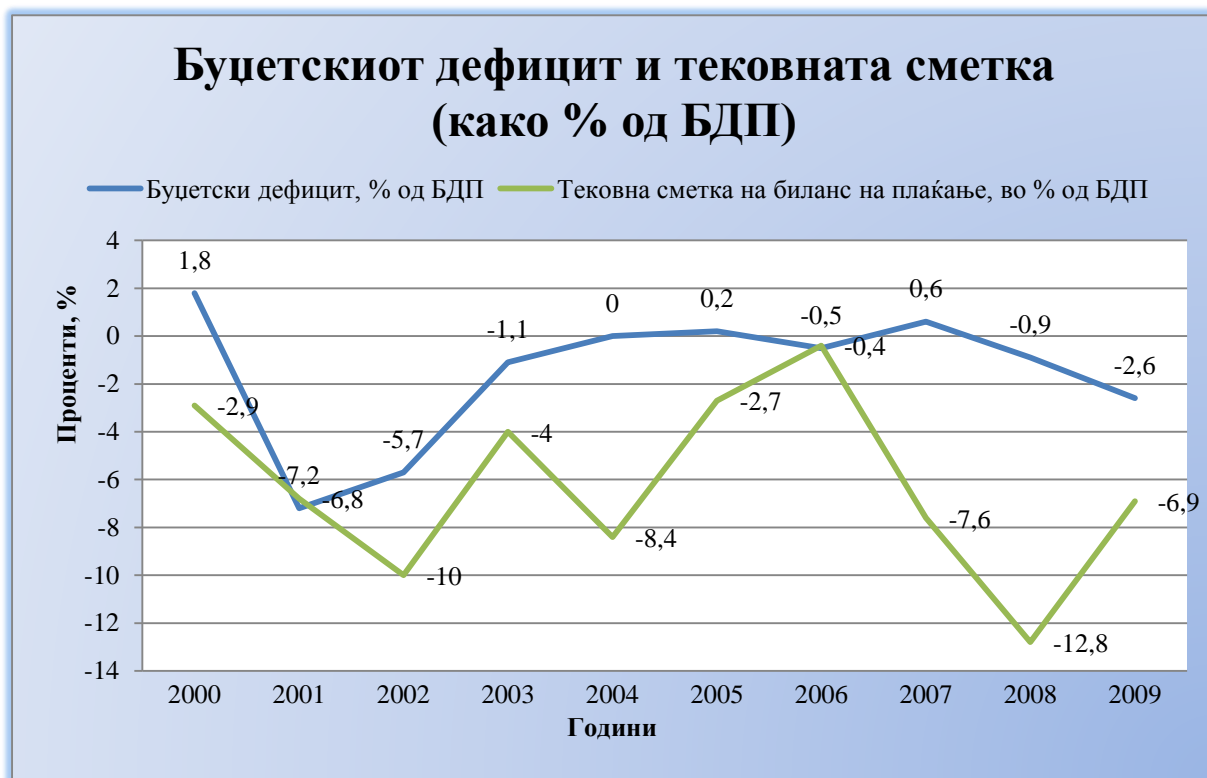
Во економија со пристап до странски извори на средства нема потреба за постоење на еднаквост помеѓу домашните инвестиции и националните заштеди. Поради можноста на земјата да се задолжува од странство, домашните инвестиции може да се финансираат преку националното штедење или странските извори на средства и преку дефицитот на тековната сметка.

Фактички, во 1980 - тите години кога САД го оствариле буџетскиот дефицит, истовремено имале и дефицит во тековната сметка. Таквата појава подетално е обработена во првата точка за општиот дел за буџетскиот дефицит. Имено, Мартин Фелдштајн, во тоа време претседател на Советот на економски советници и застапник на класичната теорија, продолжил да тврди дека падот во инвестициите ќе биде значителен. Тој, заедно со Чарлс Хориока, во раните 1980 - ти откриле дека покрај значително зголемените капитални текови помеѓу земјите, останал фактот дека домашните инвестиции се тесно поврзани со домашното штедење. Според тоа, падот во националното штедење произлезено од растот на буџетскиот дефицит е очигледно да биде следено со пад во инвестициите и формирањето на капитал. Со други зборови, економијата ќе плати за намалувањето на даноците денес со пониско ниво на иден произлез. Тоа е случајот и со Македонија каде намаленото јавно штедење се рефлектирало негативно на приватната и инвестициската потрошувачка, кои забележаа тренд на опаѓање поради високите каматни стапки. Тоа се верифицира и со падот на монетарниот агрегат М1 за 3,5 % во првото полугодие од 2009 година. Растот на М4 (вкупната парична маса) во однос на 2008 година бил 6 %, најниско ниво на раст во изминатите години. Всушност, краткорочните и долгорочните депозити учествувале со 76,6 % во вкупните депозити. Забележителен е растот на долгорочните девизни депозити за 44 % во однос на 2008 година за разлика од промената во 2008/2007 кога тој раст бил 108 %. Учеството на краткорочните девизни депозити во М4 се зголемило од 38,5 % во 2008 година на 42,5 % во 2009 година, додека, пак, краткорочните денарски депозити се намалиле од 25,4 % на 22,1 % во 2009 година. Таквите податоци се многу помали од претходните периоди, но и покрај тоа бил забележан мал раст на штедењето во однос на 2008 година, особено кај долгорочните девизни депозити при постоечки бројни ризици поврзани со неизвесноста. Сето ова говори дека буџетскиот дефицит довел до намалување на националното штедење за 2009 година.⁸³

Ако го погледнеме горниот графикон за движењата на буџетскиот дефицит и трговскиот дефицит, тогаш слободно можеме да извлечеме заклучок дека постои делумна корелација помеѓу движењата на овие две варијабли. Особено тоа е воочливо во периодот 2000-'01, 2002-'03 и 2007-'08 год., но во случајот на Македонија не можеме да кажеме дека дефицитот во буџетската сметка предизвикува појава на дефицит во тековната сметка, како што бил случајот со САД во 1980 - тите години, освен во воениот период кога дошло до продлабочување на веќе постоечкиот трговски дефицит. Тие неколку намалувања на дефицитот во тековната сметка се резултат на приватни трансфери од странство и не можат да се толкуваат како реакција на дефицитна или суфицитна буџетска политика. Тоа е последица на постојниот хроничен дефицит во трговската сметка, кој е последица на негативниот структурен состав на стопанството што придонесува за поголем увоз и фаворизирање на странски добра и услуги наспроти домашните производи и извозот.

⁸³ Види: Годишен извештај за работењето на НБРМ во 2009 година, НБРМ, 2010, стр. 93

Графикон 5.4. Буџетскиот дефицит и тековната сметка на РМ (како % од БДП)



Извор: НБРМ

Кога станува збор за Македонија, ефектите од оваа дефицитна фискална политика се остварија на оној начин за којшто беше и претходно дискутирано, односно поради политиката на фиксен девизен курс во државата се појави „crowding out“ -ефект, кој ги истисна приватните инвеститори преку покачување на нивото на каматни стапки. Политиката на државата да се задолжува на домашниот пазар преку емисија на државни хартии од вредност придонесе Народната банка на Република Македонија да се натпреварува со Министерството за финансии за расположливиот паричен капитал. Разликата помеѓу овие две институции е што монетарната институција преку инструментот на операции на отворен пазар, односно емисијата на благајнички записи ги остварува претходно зацртаните цели за одржување на монетарната стабилност, а Министерството за финансии за задоволување на јавната потрошувачка. Доколку државата водеше политика на флексибилен курс, како во случајот на САД во периодот на 80 - тите, тогаш повисоките каматни стапки ќе привлечеа странски инвеститори и ќе ја збогатеа понудата на капиталот што ќе резултираше со делумно или целосно неутрализирање на ефектот на истиснување на приватните инвеститори. Како резултат на таквиот каматен притисок, државата ги суспендираше пократките емисии на државни хартии од вредност и се пренасочи кон надворешни извори на финансирање на дефицитот.

Графикон 5.5. Состојба на државни хартии од вредност во 2008 и 2009 год.



Извор: Министерство за финансии

Ако се погледне графиконот 5.4. слободно може да се констатира дека учеството на емисиите на 3 месечни државни записи е драстично намалено од 56,25 % во 2008 на 24,85 % на крајот на 2009 година, односно за 31,40 %. Соодветно намалување на емисиите било забележано и кај 2 и 3 годишните емисии на државни обврзници за 11,41 %, односно 5,40 %. Како потреба за стабилизирање на притисокот врз стабилноста на домашната национална валута и развојот на домашниот пазар на хартии од вредност, државата пристапи кон интензивно издавање на 6 месечни државни записи, а од јуни и на исти хартии од вредност со девизна клаузула по каматна стапка од 8,23 % или 9,10 %, кога се достигна и највисоката каматна стапка во текот на кризата. Значајно е да се потенцира дека зачетокот на економската криза во Македонија се случи во последниот квартал од 2008 год. и се интензивира на почетокот од

2009 год. со експлицитни рецесиски појави. Во тој период побарувачката за државни хартии од вредност ја надминала понудата за 15 %.

Погрешна беше одлуката на Министерството да настапи со интензивирање задолжување на домашниот пазар на хартии од вредност со емисија на 1 (4 аукции од кои 2 во март и 2 во април) и 3 месечни државни записи, кои поради своите слични карактеристики со благајничките записи на НБРМ ги придвижи каматните стапки нагоре во борбата да се дојде до повеќе ликвидни средства на пазарот на пари. Таквата некоординирана политика меѓу фискалната и монетарната власт се рефлектира на домашните дефицитарни економски субјекти, кои беа принудени да се повлечат од пазарот на хартии од вредност поради нивното истиснување од страна на гломазната побарувачка на капитал од страна на државата. Неможноста да ѝ се конкурира на државата во побарувачката за капитал доведе до појава на „crowding out“-ефектот. Доказите за овој ефект можат да се согледаат од следната табела каде е прикажан Буџетот на РМ за три години. Од податоците во табелата 5.1 може да се констатира дека тековните трошоци на државата во првиот квартал од 2009 година се зголемени за 14,25 % (на 30.639 милиони денари) во однос на истиот квартал од 2008 година (26.274 милиони денари). Исто така, потребата да се обезбедат средства за исплата на достасаните обврски од претходните задолжувања (975 во првиот и 3.314 милиони денари во вториот квартал од 2009 година), но и зголемувањето на тековните расходи се главните причинители за интензивирањето задолжување во периодот од првиот квартал на 2009 година. Задолжување кое предизвика истиснување на приватните инвеститори на пазарот на капитал. Тоа може да се аргументира со зголемените задолжувања преку државни записи во првиот квартал од 2009 година за 5.424 милиони денари во однос на 379 милиони денари од првиот квартал 2008 година. Таквата акција предизвика и промени во начините на финансирање на државата во наредните квартали од 2009 година, односно финансирање на дефицитот преку странски заеми и депозити што може да се види од табелата 5.1.

Табела 5.1. Буџет на Македонија (Централен буџет и буџети на фондови)⁸⁴

	2007				јан.- дек. 2007	2008				јан.- дек. 2008	2009				јан.- дек. 2009	2010	
	Кв.1	Кв.2	Кв.3	Кв.4		Кв.1	Кв.2	Кв.3	Кв.4		Кв.1	Кв.2	Кв.3	Кв.4		Јануари	Февруари
ВКУПНИ ПРИХОДИ	26.445	27.882	32.599	32.683	119.609	33.134	31.688	37.073	34.516	136.411	31.298	31.780	31.785	33.635	128.498	9.249	8.904
Даночни приходи и придонеси	23.478	24.648	26.586	28.507	103.219	28.002	28.105	29.329	29.667	115.103	26.554	26.033	27.774	29.499	109.860	8.003	7.718
Даночни приходи (ССП)*	59	45	46	97	247	135	31	66	63	295	37	58	63	111	269	70	51
Даноци приходи	15.755	16.514	18.282	18.964	69.515	19.046	19.006	19.658	18.849	76.559	17.327	16.248	18.234	18.945	70.754	5.258	4.551
Персонален данок на доход	1.844	2.006	2.220	2.823	8.893	2.075	2.134	1.988	2.499	8.696	2.029	2.198	2.141	2.342	8.710	582	726
Данок на добивка	2.035	1.237	1.278	1.348	5.898	2.823	2.075	1.747	1.934	8.579	1.996	614	997	827	4.434	240	162
ДДВ	7.106	8.150	8.968	8.738	32.962	8.857	9.145	9.697	8.474	36.173	8.175	7.817	9.205	9.976	35.173	2.365	2.501
Акцизи	2.780	3.234	3.788	3.463	13.265	3.291	3.389	3.870	3.726	14.276	3.124	3.662	3.991	3.756	14.533	1.514	675
Увозни давачки	1.502	1.380	1.403	1.914	6.199	1.320	1.675	1.666	1.614	6.275	1.304	1.316	1.235	1.374	5.229	267	270
Други даноци	488	507	625	678	2.298	680	588	690	602	2.560	699	641	665	670	2.675	290	217
Придонеси	7.664	8.089	8.258	9.446	33.457	8.821	9.068	9.605	10.755	38.249	9.190	9.727	9.477	10.443	38.837	2.675	3.116
Фонд за ПИОМ	4.971	5.219	5.444	6.302	21.936	5.954	6.024	6.481	7.127	25.586	6.185	6.650	6.412	7.034	26.281	1.821	2.109
Завод за вработување	343	364	372	444	1.523	416	425	436	513	1.790	439	450	457	502	1.848	126	134
Фонд за здравство	2.350	2.506	2.442	2.700	9.998	2.451	2.619	2.688	3.115	10.873	2.566	2.627	2.608	2.907	10.708	728	873
Неданочни приходи	2.521	2.844	5.517	3.880	13.902	4.552	3.835	7.189	3.624	18.400	4.160	5.173	3.533	3.536	16.402	1.024	984
Неданочни приходи (ССП)*	1.501	1.455	1.286	1.670	5.912	1.882	1.543	1.764	1.971	7.160	1.832	1.436	1.740	1.851	6.859	690	620
Профит од јавни финансиски институции	72	368	3.032	60	3.532	1.338	46	3.839	323	5.546	1.197	2.406	101	103	3.807	9	0
Народна банка на Република Македонија	0	258	0	0	258	1.289	0	0	0	1.289	1.161	0	0	0	1.161	0	0
Агенција за управување со средства	49	15	100	0	164	0	0	0	260	260	0	0	60	72	132	0	0
Други приходи од имот	7	0	5	0	12	4	0	3	3	10	2	0	1	0	3	0	0
Камати од депонирани средства во НБРМ	16	94	50	58	218	44	44	44	50	182	34	23	24	30	111	8	0
Дивиденди	0	1	2.877	2	2.880	1	2	3.792	10	3.805	0	2.383	16	1	2.400	1	0
Административни такси	419	384	406	474	1.683	472	453	456	477	1.858	446	464	495	492	1.897	133	152
Партиципација за здравствени услуги	70	78	81	138	367	121	119	83	67	390	76	77	74	85	312	27	27
Други административни такси	72	68	67	117	324	121	143	127	170	561	137	128	110	139	514	38	42
Други неданочни приходи	78	72	220	157	527	147	179	406	210	942	125	216	509	415	1.265	79	51
Надоместоци за Фондот за патничта	309	419	425	464	1.617	471	552	514	406	1.943	346	446	504	451	1.747	108	92
Капитални приходи	167	151	301	778	1.397	336	282	373	399	1.390	414	238	194	321	1.167	150	115
Странски донации	259	200	180	267	906	191	237	162	737	1.327	114	268	204	247	833	58	52
Приходи од валутата зема	20	39	15	51	125	53	29	20	89	191	57	68	80	32	237	14	35
ВКУПНИ РАСХОДИ	24.144	25.968	26.376	40.948	117.436	28.874	31.945	30.710	48.693	140.222	33.231	35.357	33.008	37.797	139.393	11.565	10.693
Тековни трошоци	23.438	24.296	23.995	32.366	103.695	26.274	28.499	27.733	37.654	120.160	30.639	31.687	30.216	33.423	125.965	10.245	9.639
Плати и надоместоци	6.025	6.112	5.940	5.530	23.607	5.220	4.971	4.879	5.757	20.827	5.570	5.782	5.650	5.697	22.699	1.916	1.915
Стоки и услуги	2.739	3.074	3.138	5.862	14.813	3.165	4.075	3.724	7.781	18.745	3.757	4.481	3.631	4.351	16.220	1.161	1.187
Трансфери	13.715	14.235	14.545	19.906	62.401	17.469	18.771	18.743	22.959	77.942	20.809	20.699	20.593	22.500	84.601	7.107	6.455
Трансфери (ССП)*	191	164	106	176	637	320	452	326	185	1.283	221	255	416	613	1.505	80	67
Социјални трансфери	12.336	12.449	12.769	12.437	49.991	13.448	14.275	14.453	15.528	58.104	15.132	15.430	15.368	15.812	61.742	5.191	5.177
Фонд за ПИОМ	6.880	6.968	7.066	7.271	28.185	7.792	8.163	8.513	8.898	33.366	8.932	9.047	9.147	9.229	36.455	3.050	3.095
Завод за вработување	417	437	411	389	1.654	368	407	386	465	1.626	435	500	590	746	2.271	174	160
Социјална помош	1.026	876	1.118	1.027	4.047	1.004	1.022	986	978	3.990	957	1.114	1.144	1.090	4.305	403	408
Здравствена заштита	4.013	4.168	4.174	3.750	16.105	4.684	4.683	4.568	5.187	19.122	4.808	4.769	4.487	4.647	18.711	1.564	1.514
Други трансфери	1.171	1.603	1.658	7.267	11.699	3.284	4.030	3.953	7.221	18.488	5.446	4.997	4.793	6.060	21.296	1.835	1.210
Бегалци	17	19	12	26	74	17	14	11	25	67	10	17	16	15	58	1	1
Каматни плаќања	559	875	372	1.068	2.874	420	682	387	1.157	2.646	503	725	342	875	2.445	62	82
Камати по домашен долг	94	455	126	378	1.053	141	408	48	346	943	139	479	161	232	1.011	16	41
Камати по надворешен долг	465	420	246	690	1.821	279	274	339	811	1.703	364	246	181	643	1.434	46	40
Гаранции	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Капитални трошоци	1.106	1.672	2.381	8.582	13.741	2.600	3.446	2.977	11.039	20.062	2.592	3.670	2.792	4.374	13.428	1.321	1.054
Инвестиции во постојани средства	846	1.078	1.127	5.766	8.817	2.136	1.872	1.881	7.579	13.468	2.286	2.049	2.125	2.993	9.453	1.160	592
Капитални трансфери	260	590	1.254	2.816	4.920	464	1.574	1.096	3.460	6.594	306	1.621	667	1.381	3.975	161	462
БУЏЕТСКИ ДЕФИЦИТ / СУФИЦИТ	2.301	1.914	6.223	-8.265	2.173	4.260	-257	6.363	-14.177	-3.811	-1.933	-3.577	-1.223	-4.162	-10.895	-2.316	-1.789
Финансирање	-2.301	-1.914	-6.223	8.265	-2.173	-4.260	257	-6.363	14.177	3.811	1.933	3.577	1.223	4.162	10.895	2.316	1.789
Привл	3.039	8.944	-5.230	12.542	19.295	-3.737	3.419	-5.662	16.767	10.787	2.908	6.891	2.049	7.091	18.939	2.391	2.081
Приходи од приватизација	662	0	0	0	662	661	377	0	602	1.640	0	0	0	0	0	0	0
Странски заеми	273	375	804	2.191	3.643	355	678	136	1.497	2.666	185	1.038	11.088	729	13.040	18	95
Депозити	1.985	8.503	-4.848	9.814	15.454	-5.151	2.769	-6.104	11.832	3.345	-2.751	9.059	-8.062	1.480	-274	1.227	1.988
Државни записи	118	58	-1.232	530	-526	379	-475	305	2.829	3.038	5.424	-3.206	-978	4.858	6.098	1.146	-2
Продажба на акции	1	8	46	7	62	19	70	1	7	97	50	0	1	24	75	0	0

Сепак, неопходно е да се потенцира и позитивниот аспект од таквите зачестени емисии, а тоа секако е динамизирање на развојот на примарниот пазар на хартии од вредност. Интересен е податокот дека во 2009 година споредено со 2008 година се остварени тргувања во износ од 7,8 % од БДП, што е за 4,3 % повеќе од претходната година кога тие изнесувале 3,5 % од БДП. Продлабочувањето на примарниот пазар на хартии од вредност се должел на зголемената понуда и побарувачка за 2,2 пати споредено со претходната година. Всушност, во првата половина од 2009 година поради макроекономската неизвесност инвеститорите се фокусирале на краткорочните инструменти, а ги избегнувале долгорочните хартии од вредност, како што е емисијата на 2 годишни државни обврзници чија понудена цена од 250 милиони денари била пресретната со побарувачка од 10 милиони денари при купонска камата од 8,5 %.⁸⁵

Веќе во втората половина од 2009 година државата ги интензивира разговорите и координациите со НБРМ што резултирало со суспендирање на емисиите на 1 и 3 месечните државни записи и реализација на домашното задолжување единствено преку 6 месечни државни записи со девизна клаузула, државните депозити кај НБРМ и преку надворешни извори, меѓу кои и со втора емисија на еврообврзница во износ од 175 милиони евра по каматна стапка од 9,87 %. Емисијата на овие записи со девизна клаузула придонесе за пад во каматните стапки во просек од 2 - 3,4 %, како резултат на поголемата понуда од побарувачка на овие хартии од вредност за 20 %. Со тоа им се даде сигнал на инвеститорите дека домашната валута е стабилна и дека не постои намера и расположение за девалвирање на девизниот курс, пред сè поради притисокот од дефицитот на тековната сметка кој на крајот од 2008 година достигна ниво од 12,8 % од БДП. Во намалувањето на дефицитот на тековната сметка имаше улога и намалувањето на негативниот енергетски биланс. Секако, дополнителен притисок на девизниот курс создадоа и шпекулациите дека државата ќе пристапи кон промени во политиката на девизен курс што ја чинеше државата 150 милиони евра девизни резерви, односно 5,1 % од БДП до месец мај.⁸⁶ Токму тоа претставуваше уште една причина за покачување на основната каматна стапка. Впрочем, во насока на затегнување на монетарната политика, НБРМ пристапи кон зголемување на основната каматна стапка од 7 на 9 % во месец март и донесе одлука за зголемување на стапката за издвојување на задолжителна резерва на обврските на банките во девизи од 10 на 13 % и на обврските со девизна клаузула од 10 на 20 %. Секако дека преземените мерки во банкарскиот сектор, недоволната интегрираност на домашната економија во меѓународните финансиски пазари, што не дозволи одлив на капитал, како и намалените очекувања на економските субјекти поради кредибилитетот на НБРМ, доведоа македонската економија успешно да се справи со економската криза во споредба со останатите земји од регионот.

По согледувањето на состојбата со ефектите од задолжувањето, како дополнување на иницијалната точка за економските ефекти од буџетскиот дефицит, ќе продолжиме со главниот аргумент на класичната теорија, кој гласи дека националните заштеди се намалуваат со поместувањето на државните финансии од даноци кон задолжување. Причината е што потрошувачите ќе заштедат еден дел од зголемениот доход по оданочување, а останатиот ќе го

⁸⁵ Исто, цит. дело, стр. 73

⁸⁶ Исто, цит. дело, стр. 4

потрошат. Меѓутоа, зошто потрошувачите да заштедат само еден дел од нивниот доход, а не целиот? Сепак, во некое идно време државата ќе треба да ги врати позајмените пари со покачување на даноците. Во таква ситуација, перцептивен потрошувач може да ја предвиди таквата ситуација и да го заштеди целокупниот доход произлезен од намалените даноци. Ако тоа се случи, тогаш падот во државното штедење ќе биде проследено со зголемено приватно штедење оставајќи го националното штедење непроменето. Притоа, каматните стапки ќе останат непроменети и нема да ги истиснат инвестициите. Во случајот на отворена економија, односно економија вклучена во меѓународната трговија и финансиски трансакции, нема да има потреба да се зголемува задолжувањето за да се одржи истото ниво на инвестиции.

Овој пристап кон буџетскиот дефицит (Рикардова еквиваленција) смета дека е ирелевантен начинот на кој одредена држава го финансира нивото на потрошувачка. Дали тоа ќе биде оданочување или задолжување, тоа неизбежно ќе води кон ист економски исход со оглед на перцептивните способности на луѓето. Според неа, не треба да постои позитивна корелација помеѓу буџетските дефицити и долгорочните реални каматни стапки, односно каматните стапки прилагодени за очекуваната инфлација. Застапниците на овој пристап истакнуваат дека не постои јасна врска помеѓу овие варијабли во податоците. Постоеле моменти во САД, како во 1980 - тите години кога буџетските дефицити и долгорочните реални каматни стапки се движеле во иста насока, т.е. порастот во буџетскиот дефицит како процент од БДП бил придружен со раст во долгорочните реални каматни стапки. Но, во други времиња, пак, бил придружен со пад во каматните стапки. На пример, од 2000 - тата година буџетот од суфицит од 2,3 % од БДП преминал во дефицит од исти размери во првиот квартал од 2003 год. Додека реалните каматни стапки континуирано опаѓале за истиот тој период. Овој податок нема да може да ги даде посакувани резултати во случајот на Македонија, бидејќи пазарот на капитал во Македонија спаѓа во категоријата на недоволно развиени и не постојат доволно зачестени емисии на долгорочни хартии од вредност од кои ќе може да се добие витална слика за таквата поврзаност помеѓу буџетскиот дефицит и реалните каматни стапки.

Ако се земе предвид дека, според Рикардовата еквиваленција, националното штедење не е под влијание на растот на буџетскиот дефицит, промената во буџетскиот дефицит нема да води кон зголемување на задолжувањата од странство, а оттаму и во тековната сметка. Во 1980 - тите противниците на оваа теорија сметале дека тоа било во спротивност на искуството во САД: растот во буџетските дефицити во тоа време бил проследен со значително зголемување на дефицитот во тековната сметка. Сепак, пропонентите на теоријата на Рикардова еквиваленција истакнале дека во подолг период не постои јасна слика за релацијата помеѓу буџетскиот дефицит и тековната сметка. Може да се каже дека истото важи и за македонската економија.

Сепак, треба да се има предвид фактот дека каматните стапки се под влијание не само на тековниот, туку и на идните буџетски дефицити. За долгорочните реални каматни стапки е побитно каков ќе биде очекуваниот буџетски дефицит, отколку тековниот. Повисокиот очекуван дефицит во иднина ќе имплицира и повисоки потреби за државно задолжување. Тогаш класичната теорија ќе предвиди повисоки (краткорочни) каматни стапки во иднина. Меѓутоа, повисоките идни краткорочни каматни стапки мора да подразбираат пораст на долгорочни каматни стапки денес.

За подобро да се согледа ова, се претпоставува дека долгорочните каматни стапки наместо да растат остануваат константни. Во таков случај инвеститорот ќе биде во подобра состојба да држи sukcesивни краткорочни обврзници за кои се исплаќа краткорочна каматна стапка во секој период. Под такво сценарио инвеститорите ќе ги продаваат долгорочните обврзници за потоа да набават краткорочни обврзници. Со тоа ќе дојде до зголемување на понудата на долгорочни обврзници на пазарот, што ќе доведе до опаѓање на нивната цена и последователно покачување на тековната долгорочна каматна стапка на повисоко ниво. Овој процес ќе продолжи сè додека стапката на поврат на долгорочната обврзница е еднаква со стапката на поврат од поседот на секвенци од краткорочни обврзници согласно *теоријата за очекувања на терминската структура на каматните стапки*.⁸⁷

5.3. Создавање и видови на јавен долг во Република Македонија

Кога се прокламирала идејата за основање на државниот пазар на хартии од вредност сè имало за потреба проширување на финансирањето на буџетскиот дефицит што ќе довело до намалување на трошоците на долг рок и краткорочно финансирање на тековните расходи, стимулирање на развојот на финансискиот пазар во Република Македонија, интензивирање на конкурентноста во финансискиот сектор, унапредување на координацијата меѓу фискалната и монетарната политика и сл.

Пред да се донесе Стратегијата за развој на домашниот пазар на хартии од вредност во 2003 година и Одлуката за подинамичен развој на пазарот на хартии од вредност во Македонија фигурирало, единствено, емитувањето на благајнички записи како краткорочни хартии од вредност за одржување на монетарните цели. Освен емисиите на овие хартии од вредност кои се реализираат од 1994 година се случувале и повремени емисии на примарниот пазар на капитал со цел разрешување на некои структурни проблеми како што се: старото девизно штедење; исплата на селективни кредити; санација, реконструкција и приватизација на Стопанска Банка; емисии на обврзници за денационализација итн. Така издадените хартии од вредност не соодветствувале на потребите на потенцијалните инвеститори, кои имале потреба од краткорочни хартии од вредност, а не на долгорочни хартии од вредност. Карактеристично за структурата на јавниот долг од неговото создавање е што доминантно учество го зазема надворешниот долг, токму поради деноминирањето на издадените обврзници во странска валута и учеството на кредитите од бројни меѓународни финансиски институции. Таквата конституција на јавниот долг го зголемувал ризикот врз платниот биланс.

Првата емисија на континуирани државни хартии од вредност се реализирала во 2004 година со издавање на 3 месечни државни записи, а нејзиното пролонгирање се вршело поради неколку други извори на финансирање кои ги користела државата во тоа време, а меѓу кои спаѓале: употребата на кредити од меѓународни финансиски институции и Народна банка на Македонија за сервисирање на надворешниот долг на земјата, финансирање на јавните расходи од приходи остварени со приватизацијата на некои

⁸⁷ Терминската структура на каматните стапки се однесува на врската помеѓу каматните стапки на обврзниците со различни рокови на доспевање. Повеќе за ова види: Петковски М., „Финансиски пазари“, Економски факултет, 2008, стр. 142-146.

општествени претпријатија, немањето ефикасен трезорски систем за управување со јавните финансии (сè до 2001 година), користење на системот за одложена потрошувачка т.н. „cash rationing“ и слично. По согледувањето на атрактивноста на овие држави хартии од вредност, инвеститорите ја зголемиле побарувачката за нив, што резултирало и со емисија на 6 месечни државни записи. Веќе во наредната 2005 година година се промовирале 12 месечните државни записи, 2-годишните државни обврзници и првата емисија на еврообврзница. Карактеристично за структурните и континуираните хартии од вредност е што тие во економската литература за јавни финансии се препознатливи како летечки и консолидиран јавен долг. Летечкиот јавен долг се применува на краток рок за надминување на тековните неусогласувања меѓу јавните приходи и јавните расходи, односно кога се појавува „касов дефицит“, додека, пак, консолидираниот јавен долг подразбира долгови на подолг рок, кои вообичаено се конципирани од неколку летечки долгови.⁸⁸

Краткиот експанзивен период на државните хартии од вредност продолжил на редовна основа, при што секој месец се реализираат по 2 аукции на 3 месечни државни записи и 1 редовна аукција на 6 месечни државни записи. Сите останати финансиски инструменти на државата се регулирани во рамките на календарот со 6 месечни аукции што го објавува Министерството за финансии, а во кој се утврдуваат кварталните износи за продажба на државни хартии од вредност со точно наведување на износот за секоја аукција неколку дена пред одржувањето на аукцијата. За да не се појават координативни проблеми помеѓу Министерството за финансии и НБРМ, Народна банка настојува однапред да биде информирани за износот на аукции на државни хартии од вредност за да не дојде до поклопување на аукциите на државните записи со аукциите на благајничките записи.

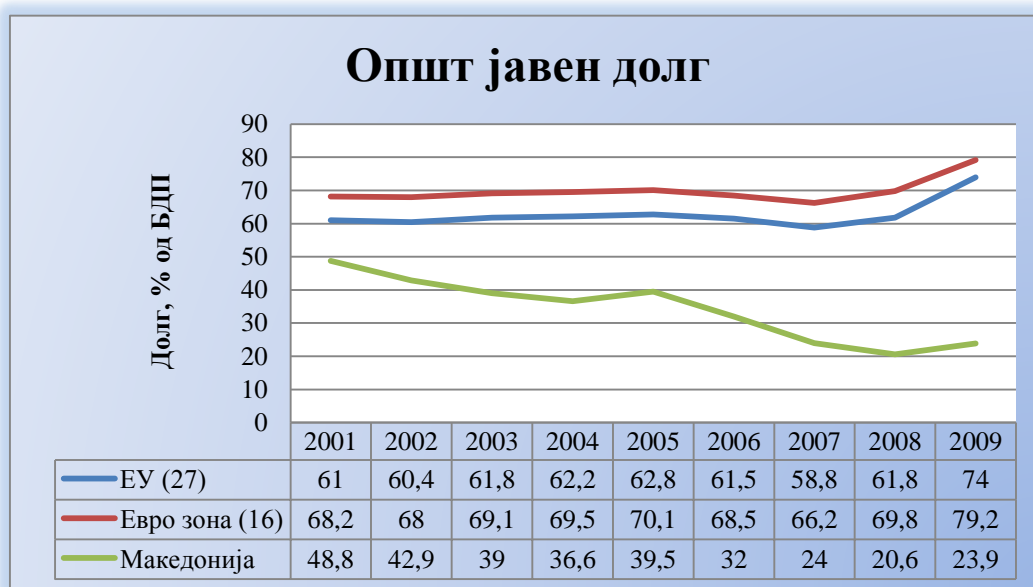
Од аспект на техниките на продажба, предност имала аукциската продажба, пред сè, поради доминантното учество на банките како инвеститори во хартии од вредност, а кои преферираат пазарно формулирање на каматните стапки. Таквиот систем на аукции се преземал од НБРМ, поради веќе постоечкото искуство на банките со аукцискиот механизам на благајничките записи.

Во насока на развојот на домашниот пазар на хартии од вредност, токму едновремените емисии на Министерството за финансии и Централната банка претпоставувале потреба од постоење на координиран пристап во остварувањето на примарните цели на економската политика (одржување на ценовната стабилност, одржлив економски раст, полна вработеност и сл.). Затоа како агент на државата се јавува Народната банка, која ја олеснува координацијата при истовремена емисија на благајнички и државни записи и врши подобро менаџирање со ликвидноста и каматните стапки во банкарскиот систем. Во намера да се развие пазарот на хартии од вредност, државата, за сатисфакција на тековните буџетски потреби, се обврзала да издава континуирани државни хартии од вредност со подолг рок на достасување (3 месеци и повеќе), а пазарот со краток рок го оставила под контрола на Народна банка на Македонија. Со издавањата на државните хартии од вредност се има за план да се развие примарниот и секундарниот пазар на државни хартии од вредност, кои треба да овозможат поефикасно финансирање на буџетските

⁸⁸ Поопширно за видовите на јавен долг, погледни кај Атанасовски Ж., „Јавни финансии“, Економски факултет, 2004, стр. 299-303

трошоци на краток рок (преку тековно финансирање на јавните расходи) и на долг рок (со долгорочно финансирање на ресурси за поддршка на развојот на економијата). Со таквиот начин на финансирање се планирало да се покрие буџетскиот дефицит во домашна валута и едновремено да се намали ризикот што произлегува од екстерните извори на финансирање. Имено, постепено се планира, со достигнување на 3 - тата фаза на развој на државните записи, да се елиминира емисијата на благајнички записи за монетарни цели, а издадените државни записи на примарниот пазар да се користат за управување со јавниот долг, како и да се тргува со нив на секундарниот пазар за остварување на монетарните цели. Во долниот графикон може да се добие појасна претстава за состојбата со јавниот долг во Македонија и во земјите од ЕУ, како и исполнувањето на Мاستришкиот критериум за показател долг/БДП од 60 % споредбено со просекот на ЕУ. Треба да се има предвид дека тековната состојба во ЕУ со јавниот долг ја отсликува активната фискална политика за излез од рецесија, а која постепено треба да се заузда преку преземање на порестриктивни мерки од страна на фискусот.

Графикон 5.6. Состојба на јавниот долг, како % од БДП



Извор: Eurostat, Министерство за финансии на Македонија.

5.4. Менаџментот со јавен долг во Република Македонија

Врз основа на искуствата од должничките кризи од 1980 - тите и 1990 - тите години, менаџментот со јавен долг се променил значително за последните 20 години во многу земји. Од претставување на оперативна димензија на фискалната и монетарната политика, тоа прераснало во активност со сопствени цели на портфолио менаџирање во поглед на трошоците и ризикот. Големината на јавниот долг е главно резултат на фискалните политики и дефицитите, додека менаџментот со долгот влијае на структурата на јавен долг, а преку него и на нивото на изложеност на макроекономски и пазарни ризици.

Менаџментот со јавен долг има за цел дизајнирање и реализирање на стратегија за менаџмент со јавен долг на начин кој ќе обезбеди временски

повлекувања на финансиски средства за извршување на буџетот. Во исто време, менаџментот со јавен долг треба да постигне цели поврзани со воспоставувањето на баланс помеѓу ризиците и долгорочните трошоци на портфолиото, како и други цели поставени од државата. Со други зборови, државните политики треба да осигурат економски раст и раст на долгот кој ќе резултира со долгорочна фискална одржливост.

Државите, од макроекономски аспект, треба да настојуваат да осигурат дека нивото и стапката на раст на нивниот јавен долг е фундаментално одржлива и таа ќе може да се сервисира при различни околности помеѓу остварувањето на трошочните и ризичните цели. Менаџерите на државен долг ги споделуваат грижите на советниците за фискалната и монетарната политика дека задолжувањето на јавниот сектор останува на одржлива патека и дека кредибилната стратегија е насочена кон редуцирање на прекумерните нивоа на јавен долг. Менаџерите со долг треба да осигурат дека фискалните авторитети се свесни за одразот на државните потреби за финансирање и нивоата на долг врз трошоците за задолжување.⁸⁹ Примери за индикатори со кои се опфаќа издавањето на одржлив долг вклучува показатели за сервисирање на јавниот долг, показатели на јавен долг кон БДП и кон даночните приходи.

Сиромашно структурираниот долг во поглед на рокот на доспевање, валутите или составот на каматните стапки и големите и нефинансирани потенцијални обврски претставувале важни фактори во наметнувањето или пропагирањето на економски кризи во многу земји низ историјата. На пример, независно од режимот на девизниот курс или дали е инволвиран долг во домашна или странска валута, кризите често пати произлегле од прекумерниот фокус на државите на можните заштеди на трошоците проследено со големи износи на краткорочен или флукуирачки долг. Тоа ги довело државните буџети до состојба на сериозно експонирање на промените на условите на финансискиот пазар, вклучувајќи ги промените во кредитната способност на државите, кога овој долг морало да биде одложен. Долгот во странска валута, исто така, поседува посебни ризици и неговата прекумерна потпора може да води кон притисок на девизниот курс или на монетарната политика, особено доколку инвеститорите не се одлучни за рефинансирањето на државниот долг изразен во странска валута. Со намалувањето на ризикот според кој државниот менаџмент со должничкото портфолио ќе постане извор на нестабилност за приватниот сектор, прудентниот менаџмент со државниот долг, проследено со здрави политики во управувањето со потенцијалните обврски, може да ги направи земјите помалку изложени кон штети и финансиски ризик.

Вообичаено, должничкото портфолио на државата е најголемото финансиско портфолио во земјата. Тоа, често, содржи комплексни и ризични финансиски структури и може да генерира значителен ризик за платниот биланс на државата и финансиската стабилност на земјата. Како што е нотирано од страна на Работната група за капитални текови на форумот за финансиска стабилност, „неодамнешното искуство ја одбележа потребата за државите да ги ограничат акумулираните ликвидни ризици и другите ризици коишто ги прават нивните економии да бидат ранливи на надворешни шокови“. Затоа, квалитетниот менаџмент со ризикот од страна на државата претставува

⁸⁹ Прекумерните нивоа на долг кои резултираат со повисоки каматни стапки може да имаат обратни ефекти на реалниот производ. Види, на пример: A. Alesina, M. de Broeck, A. Prati, and G. Tabellini, "Default Risk on Government Debt in OECD Countries," in *Economic Policy: A European Forum* (October 1992), стр. 428-463.

есенцијален дел за менаџментот со ризик од страна на другите сектори на економијата, „бидејќи индивидуалните ентитети во рамките на приватниот сектор, типично, се соочени со енормни проблеми кога неадекватниот по ефикасност менаџмент со ризик генерира ранливост кон ликвидносните кризи“.⁹⁰

Квалитетните должнички структури им помагаат на државите да ја намалат нивната експонираност на каматните стапки, валутата и други ризици. Многу држави настојуваат да ги поддржат овие структури преку етаблирање, онаму каде е можно, портфолио смерници поврзани со посакуваната валутна композиција, рокот на траење и структурата на доспевање на долгот за да го контролираат идниот состав на портфолиото.

Значењето на здравите менаџерски практики околу долгот и потребата за ефикасен и функционален пазар на капитал дошло до израз со појавата на неколку кризи на пазарот на долг. Иако можеби политиките на менаџментот со јавниот долг не биле единствената или главната причина за тие кризи, структурата на доспевање, каматните стапки и композицијата на валутите на државното должничко портфолио, заедно со значителните обврски по основа на потенцијалните обврски, придонесле кон сериозно разгледување на кризите. Дури и во ситуации кога има квалитетни поставки за макроекономска политика, ризичните практики во менаџирањето со долгот ја зголемуваат ранливоста на економијата на економските и финансиските шокови. Понекогаш таквите ризици може да бидат неутрализирани преку релативно директни мерки, како што се: продолжување на роковите на доспевања на задолжувањата и исплатата на повисоки трошоци за сервисирање на долгот (претпоставувајќи крива на стапка на принос со нагорен наклон) преку прилагодување на износот, рокот на доспевање и составот на девизните резерви и преку разгледување на критериумите и државните договори во поглед на потенцијалните обврски. Вообичаено, ризичните должнички структури се резултат на неадекватните економски политики (фискална, монетарна и девизен курс), но „feedback“ ефектите (повратна спрега) се движат во двете насоки. Сепак, постојат ограничувања во поглед на тоа што можат да понудат здравите политики во поглед на менаџирање со јавниот долг. **Политиките на здрав менаџмент со долгот не се супститут за квалитетен менаџмент со фискалната и монетарната политика.** Ако макроекономските поставки се сиромашни, прудентниот државен должнички менаџмент нема да биде доволен за да се спречи одредена криза. Искуството го поддржува овој аргумент, на пример, дека развиените домашни должнички пазари може да бидат замена за банкарското финансирање кога овој извор ќе пресуши, помагајќи им на економиите да се справат со финансиските шокови (и обратно).⁹¹

Кога станува збор за ефективно управување со долгот треба да се има предвид стратегијата за управување со јавен долг и стратегијата за управување со ризици. Најзначаен ризик е оној кој е детерминиран од структурата на јавниот долг. За да се оствари ефикасно управување со јавниот долг неопходна е потребата од континуирано следење и периодична евалуација на ризиците, кои може да имаат значителен одраз на структурата на портфолиото на долгот. Такви ризици кои вреди да се споменат се: пазарниот ризик, ризикот од рефинансирање, ризикот од неликвидност, кредитниот ризик, ризикот од

⁹⁰ Financial Stability Forum, "Report of the Working Group on Capital Flows", April 5, 2000, стр. 2.

⁹¹ Види, на пример, Критики од Претседавачот Alan Greenspan пред World Bank Group and the International Monetary Fund, Program of Seminars, Washington, D.C., September 27, 1999

порамнување, оперативниот ризик и ризикот на резервирани обврски - гаранции. Поголемо внимание на овие ризици ќе се посвети во наредното поглавје.

Државите треба да се потрудат да ги минимизираат очекуваните трошоци за сервисирање на долгот и трошоците од држење на ликвиден имот и да ги подложат на прифатливо ниво на ризик за период над 5 години. Минимизирањето на трошоците, при едновремено игнорирање на ризиците, не треба да биде цел на менаџерот. Трансакциите што изгледа дека ги намалуваат трошоците за сервисирање на долгот, често, содржат значителни ризици за државата и може да го ограничат нивниот капацитет да ги отплатат доверителите.

Развиените земји, кои, типично, имаат длабоки и ликвидни пазари за нивните државни хартии од вредност, почесто се фокусираат на **пазарниот ризик** и со помош на стрес тестовите, преку примена на софистицирани портфолио-модел, можат да го измерат овој вид на ризик. Спротивно, земјите во развој, кои имаат ограничен пристап на странски пазари на капитал и релативно неразвиени домашни пазари на долг, треба да посветат поголемо внимание на **ризикот за рефинансирање**. Оваа цел е особено релевантна за земји каде пазарните ограничувања се такви што *краткорочниот долг, долгот со променлива каматна стапка и долгот во странска валута* можат, барем, на краток рок да бидат единствено остварливи алтернативи на монетарното финансирање.

Овие ризици и поставените цели треба да бидат видливо инкорпорирани во функционална **стратегија за управување со јавен долг во која ќе се дефинираат стратешките цели и програмата за финансирање на буџетските расходи**. Откако канцеларијата за управување со јавен долг ќе му ја достави на министерот понудената стратегија со предложените цели, тој потоа одлучува по нив во зависност од преферираното ниво на ризик и автоматски тие цели се трансформираат во стратешки цели. По таквата одлука на министерот за финансии, Канцеларијата за управување со јавен долг станува одговорен субјект во спроведувањето и остварувањето на така поставените цели.

Табела 5.2. Стратешки цели на одбрани земји

Земја (на датум)	Стратешки цели и политика на управување со долг		
	Валутна структура	Каматна стапка	Рефинансирање
	Домашна: Странска	Фиксна: Варијабилна	Максимална рочност на долгот во наредната година (% од вкупниот неподмирениот долг)
Австралија (6/01)	90:10 на 85:15		
Белгија (12/01)	97:3 на 100:0		10-15 % и стабилизирано откупување
Данска (12/01)	88:12		Стабилизирано откупување на вкупниот долг

Франција (12/01)	100:0	10 % инфлационо индексирани	Просечна рочност од 5,5 години
Ирска (12/01)	94:6		
Италија (12/01)		75:25	Зголемување на просечната рочност и стабилизирано откупување
Нов Зеланд (12/01)	100:0	80:20 на 70:30	Одржување на изедначена рочна структура (дури и профилот на рочност)
Португалија (12/01)	100:0	68:32	25% со рок до 12 месеци, 35% со рок до 24 месеци, и 45% со рок до 36 месеци
Шведска	73:27		25% со рок до 12 месеци и тенденција кон дисперзирана рочна структура (дисперзирана рочност)
Велика Британија (12/01)	100:0		Создавање на долг со примена на различни инструменти

Извор: Institutional Arrangements for Public debt Management by Elizabeth Currie, Jean-Jacques Dethier and Eriko Togo: World Bank Policy Research Paper 3021, april 2003

Објавувањето на стратегијата за управување со јавен долг ја зајакнува транспарентноста и одговорноста на канцеларијата за управување со јавниот долг. Во Табелата 5.2 се илустрирани стратешките цели на одбрани земји каде што листите се објавени. По претходно елаборираната генерална концепција за управување со јавен долг неопходно е да се направи краток осврт на политиката и стратегијата за управување со јавниот долг на Република Македонија, која во голем дел се обидува да го неутрализира влијанието на бројните ризици преку континуираното сервисирање на должничките обврски.

Табела 5.3. Стратешки цели на јавниот долг на Република Македонија

Таргети	Параметри на портфолиото на јавниот долг заклучно декември 2008 година	Параметри на портфолиото на јавниот долг заклучно декември 2009 година*	Таргети за периодот 2009 до 2011 година
Однос меѓу вкупниот јавен долг и БДП	24,36 %	27,1 %	да не надминува 40 %
Однос меѓу државен долг и БДП	21,3 %	24,1 %	да не надминува 30 %

Однос меѓу вкупно гарантираниот долг и БДП	2,6 %	2,6 %	да не надминува 10 %
Учество на долгот во домашна валута во вкупниот јавен долг	во домашна валута – 9 %	во домашна валута - 1,7 %	Долг во домашна валута – 13 % (со девијација од 3 % поени)
Учество на евро долгот во вкупниот јавен долг	долг во евра - 65,8 %	долг во евра - 77,1 %	70 % (со девијација од 5 % поени)
Учество на надворешен јавен долг во вкупен јавен долг	надворешен јавен долг - 70,4 %	надворешен јавен долг - 72,5 %	надворешен јавен долг 70 - 80 %
Нето задолжување по основа на вкупен јавен долг во 2009 година	-	211,7 мил.ЕУР	370 мил. евра
Нето задолжување по основа на гарантиран јавен долг во 2009	-	3,8 мил. ЕУР	150 мил. евра

*При следење на реализацијата на таргетите, долгот на НБРМ не е вклучен во пресметките за вкупниот јавен долг, согласно член 7 став 5 од Законот за јавен долг.
Извор: Министерство за финансии (МФ)

Според Законот за јавен долг, јавниот долг на Република Македонија го претставува државниот долг и долгот на јавните претпријатија и трговските друштва кои се во целосна или доминантна сопственост на државата, општините, општините во градот Скопје и градот Скопје и на Народна банка на Република Македонија. Она што треба да се потенцира е усогласувањето на Законот за јавен долг со ГФС методологијата за пресметка на јавниот долг во која како јавен долг се смета и долгот на Народната банка. Ова прилагодување на Законот за јавен долг служи за статистички цели за да се добие показател кој ќе може да се споредува со показателите за јавен долг на другите национални економии.⁹²

Од табелата за Стратегијата со јавен долг на Македонија може да се констатира дека односот меѓу вкупниот јавен долг и БДП и државниот долг/БДП на крајот од 2009 година изнесувал 27,1 % и 24,3 % што претставуваат состојби кои се под таргетите поставени во стратегијата за периодот од 2009 - 2011 година, а според кои вкупниот јавен долг не треба да надминува 40 % од БДП и за државниот долг 30 %.

Исто така, показателот за гарантиран јавен долг е понизок од поставениот таргет од 10 % кој за 2009 година изнесувал 2,6 %. Додека, пак, долгот во домашна валута бележи тренд на намалување од 9 % на крајот на декември

⁹² Службен весник на Република Македонија" број 62/2005 и 88/2008

2008 година на 1,7 % на крајот од 2009 година. Спротивно на тоа се зголемил долгот издаден со девизна клаузула, издаден и исплатен во денари, но индексиран за евро -валута. Потребата да се зголемат девизните резерви за одржување на фиксниот режим на девизен курс, довело до донесување на одлука за зголемување на учеството на еврото во вкупната валутна структура на 77,1 % - што претставува зголемување од 11,3 %. Дека е во рамките на таргетот на Стратегијата може да се каже и за показателот нето задолжување по основа на вкупниот јавен долг, кој се однесува на повлекувањата на средства по основа на вкупен јавен долг намален за отплатите и на крајот од 2009 изнесувал 211,7 мил. евра, износ кој е под планираниот лимит од 370 мил. евра.

Според Стратегијата за јавен долг 2009 - 2011 година, Македонија ќе настојува да дојде до извори со фиксни каматни стапки, но во овој период од 3 години ќе се одржува моменталната каматна структура, пред сè, поради две причини: **прво**, новите задолжувања кај меѓународните финансиски институции се прават по променлива каматна стапка; и **второ**, недоволно развиениот пазар на домашни хартии од вредност, кој нема потенцијал. Што се однесува до валутната структура се предлага да доминира долгот деноминиран во евра поради постоечката стратегија на таргетирање на девизниот курс и долгот деноминиран во домашна валута. Независно од тоа, се планира и зголемување на долгот и во други валути, но фокусот е поставен на еврото, кое треба да достигне 70 % од вкупниот јавен долг со +/- 5 % отстапување, како и денарот со 13 % од вкупниот јавен долг, односно отстапување од +/- 3 %.⁹³

Целите на управување со јавниот долг на Република Македонија според законот за јавен долг се следните:

- 1) Преземање мерки и активности од страна на Министерството за финансии заради обезбедување на финансирање на потребите на државата со најнизок можен трошок, на среден и на долг рок, и со одржливо ниво на ризик; и
- 2) Преземање мерки и активности од страна на Министерството за финансии заради развој и одржување на ефикасни домашни финансиски пазари.

Што се однесува до движењата со јавниот долг во периодот од 1 јануари до 31 декември 2009 година, тој се зголемил за 258,7 милиони евра, односно за 3,3 % релативно на БДП, а на крајот од годината достигнал 2.128,8 милиони евра, односно 32,1 % од БДП. Овие движења се следени врз основа на националната методологија и методологијата на Меѓународниот монетарен фонд. Државниот долг се зголемил за 210,2 милиони евра и на крајот на 2009 година достигнал цифра од 1.597,2 милиони евра. Покрај незабележителното зголемување за 2,7 процентни поени во однос на бруто домашниот производ, односно од 21,3 % на 24,1 %, останува констатацијата дека државниот долг на Република Македонија останал далеку под референтното ниво на Мастришкиот критериум, според кој долгот на општата влада не смее да надминува 60 % од БДП.⁹⁴

Таквата состојба со јавниот долг во Македонија е предизвикана од проекциите и реализацијата на капитални проекти од областа на образованието, социјалната сфера - како социјалните станови, земјоделството, инвестициите во здравството, патната инфраструктура, железничкиот сообраќај и енергетскиот

⁹³ Види: Стратегија за јавен долг 2009-2011, Министерство за финансии, 2009.

⁹⁴ Годишен извештај за спроведување на стратегијата за управување со јавен долг на Република Македонија, Министерство за финансии, 2010

сектор. Исто така, за 2009 година е карактеристично емитирањето на втората еврообврзница на меѓународниот пазар на капитал во вкупен износ од 175 милиони евра, како и повлекувањето на општа алокација на специјални права за влечење од Меѓународниот монетарен фонд од страна на Народна банка на Република Македонија во износ од 55,9 милиони евра и посебната алокација на специјални права за влечење во износ од 6,7 милиони евра.

Секако дека кризната 2009 година се одрази и на композицијата на валутната структура на јавниот долг каде еврото го задржало неговото поголемо учество од 65 %, а долгот во домашна валута се намалил за 9% споредбено со 2008 година, односно од 23 % на 14 % во вкупното портфолио. Таквата состојба била иницирана од потребата за издавање на државни хартии од вредност со девизна клаузула (евро) од 3, 6 и 12 месеци за зачувување на стабилноста на националната валута и отфрлање на сите шпекулации за девалвирање на девизниот курс, како и за намалување на трошоците по основа на повисоки каматни стапки.

За разлика од валутната структура, промените кај каматната структура не се толку забележителни, односно нема позначително поместување во каматната структура на долгот која на крајот од 2009 година изнесувала 51 % во фиксна камата и 49 % во варијабилна камата, наспроти 53 % и 47 % од претходната година.

Според тоа, останува констатацијата за етапно, но регулирано зголемување на ризикот од промена на каматните стапки во менаџирањето со портфолиото на јавниот долг во Македонија, кое се фокусира и на бројните погоре наведени ризици. Меѓутоа, зголеменото учеството на долгот во домашна валута, доведе до намалување на ризикот од промена на девизниот курс. Сепак, фиксниот режим на девизен курс, каде денарот е врзан за еврото како доминантна валута во државното портфолио, доведува до значително намалување на ризикот од промена на девизниот курс.

Табела 5.4. Просечно време на достасување - ATM

Просечно време на достасување - ATM (во години)				
	31.12.2006	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009
Внатрешен јавен долг	3,03	2,77	2,35	1,76
Надворешен јавен долг	8,98	9,11	8,54	7,22
Вкупен јавен долг	6,85	6,87	6,43	5,51

Извор: Министерство за финансии

За разлика од претходните два ризика, кај ризикот од рефинансирање се пресметува **индикатор за просечно време до достасување** ATM – Average time till maturity (табела 5.4). Колку ATM е поголем, толку неизвесноста, односно ризикот од рефинансирање е понизок. Според него, индикаторот за јавен долг од 6,43 во 2008 година се намалил на 5,51 години на крајот од 2009 година. Ако подетално се погледне во делот на внатрешниот долг, тогаш ќе се забележи значителното зголемување на ризикот од рефинансирање поради намалување на индикаторот од 2,35 на 1,76 години. Таквата состојба е објаснета со достасувањето на структурните обврзници издадени под непазарни услови со подолги рокови на достасување. Негативната динамика е забележана и кај надворешниот долг каде индикаторот се намалил од 8,54 во 2008 година на 7,22 години на крајот од 2009 година. Таквото намалување на показателот укажува дека во иднина може да се појави временско несовапаѓање меѓу приливите и

одливите или продлабочување на буџетскиот дефицит поради влошување на економската активност со што ќе го зголеми ризикот од рефинансирање преку понеповолни услови т.е. по повисоки каматни стапки, како и достасување на неподмирени обврски на краток рок. Причината за тоа е неможноста на Македонија да се задолжува кај меѓународните финансиски институции со концесионални кредити по ниски каматни стапки и со долги рокови на доспевање, како што биле кредитите од Меѓународната агенција за развој - IDA.⁹⁵

Индикаторот за изложеност на пазарниот ризик - просечно време до промена на каматните стапки (табела 5.5), во текот на 2009 година се намалува од 5,33 на 4,58 години. Динамиката на намалување на каматните стапки кај внатрешниот јавен долг се задржува и понатаму, како резултат на намалувањето на учеството на структурните обврзници кои во најголем дел имаат фиксни каматни стапки, но и поголемото задолжување со континуирани државни хартии од вредност со рок до 1 година, кои имаат променливи каматни стапки. Проекциите во Стратегијата за јавен долг 2009 - 2011 година прокламираат пад на овој индикатор на 3,6 години во 2011 година, што во околности на раст на каматните стапки може да предизвика раст на каматните трошоци и на буџетскиот дефицит.⁹⁶

Табела 5.5. Просечно време до рефиксирање - ATR (во години)

	Просечно време до рефиксирање - ATR (во години)			
	31.12.2006	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009
Внатрешен јавен долг	3,07	2,37	2,03	1,56
Надворешен јавен долг	7,18	7,35	7,03	5,95
Вкупен јавен долг	5,67	5,59	5,33	4,58

Извор: Министерство за финансии

Ризикот за промена на каматните стапки, односно пазарниот ризик се пресметува и за внатрешниот долг преку **индикаторот за мерење на достасувањето** (табела 5.6). Овој ризик покажува колку промените во каматните стапки би влијаеле на трошокот на долгот, односно за колку ќе се промени вредноста на хартиите од вредност како резултат на промена на каматните стапки од 1 %. Поголемата вредност на овој индикатор укажува дека каматната стапка е непроменлива за подолг временски период и за поголем дел од доходот. Овој индикатор се мери за внатрешниот долг кој е пазарен долг и со кој се тргува на берза, а не и за надворешниот долг, кој е непазарен долг. Од табелата се гледа неговата опаѓачка тенденција од 2,52 во 2006, па сè до 1,26 години во 2009 година. Како и кај претходните индикатори, намалувањето кај овој индикатор се должи на достасаните структурни обврзници, кои не се проследени со пораст на рочноста на континуираните хартии од вредност, а за кои се очекува пораст со цел задоволување на буџетските потреби и потребата за развој на домашниот пазар на хартии од вредност.

⁹⁵ Стратегија за јавен долг 2009-2011, Министерство за финансии, 2009, стр.22

⁹⁶ Исто, цит. дело, стр. 24

Табела 5.6. Времетраење (Duration) на внатрешен јавен долг (во години)

Времетраење (Duration) на внатрешен јавен долг (во години)				
	31.12.2006	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009
Структурни обврзници	2,92	2,24	2,09	1,97
Континуирани ДХВ	0,55	0,64	0,52	0,31
Внатрешен јавен долг	2,52	1,95	1,68	1,26

Извор: Министерство за финансии

Покрај умерениот степен на ризик на кој е изложена канцеларијата за управување со јавен долг на Македонија, сметам дека во време на економска криза државата на ефикасен начин се справува со проблемите кои се јавуваат на пазарот на капитал. Како последица на едно интензивирање задолжување на домашниот пазар на капитал преку краткорочни државни записи, а со интенција да се развие пазарот на домашни хартии од вредност или да се одговори на тековните буџетски потреби, се разви конкурентски однос помеѓу Министерството за финансии и Народната банка на Македонија во повлекувањето на финансиски средства што резултираше со некоординација помеѓу фискалната и монетарната политика и зголемување на каматните стапки на домашниот пазар на хартии од вредност. Тоа придонесе во наредниот период државата да се ориентира кон надворешни извори за финансирање на буџетскиот дефицит, а на домашниот пазар да се задолжува само со 6 месечни државни записи со девизни клаузули во насока да се релаксира монетарната политика. Дефинитивно и тековите постапки на Министерството за финансии преку доминантното надворешно финансирање ја зголемуваат монетарната стабилност во државата.

Кредитната рејтинг агенција од Јапонија, во својот извештај за Македонија, потенцира: „Македонија во споредба со другите земји од Централна и Источна Европа е најмалку погодена од економската и финансиска криза, а тоа се должи на успешното спроведување на соодветните мерки од страна на Владата, помалата зависност од надворешниот долг и ниската изложеност на екстерни ризици. Стабилниот кредитен рејтинг е добар сигнал за странските инвеститори и влијае позитивно на каматната стапка по која земјата се позајмува на кредитниот пазар, како и на вкупниот економски и политички имиџ на Република Македонија“.

КОРИСТЕНА ЛИТЕРАТУРА

1. Agell J., Lindh T. & Ohlsson, H., "Growth and the public sector: A critical review essay", *European Journal of Political Economy*, 13, 1997.
2. Alan Greenspan, "World Bank Group and the International Monetary Fund", *Program of Seminars*, Washington, D.C., September 27, 1999
3. Alesina A., and R. Perotti, "The Welfare State and Competitiveness", *American Economic Review*, 87, 921-939, 1997.
4. Alesina A., M. de Broeck, A. Prati, and G. Tabellini, "Default Risk on Government Debt in OECD Countries," in *Economic Policy: A European Forum* (October 1992).
5. Alesina A., Prati A. & Tabellini, G., "Public confidence and debt management: A model and case study of Italy", in Draghi M. (ed.), *Public debt management: theory and history*, Cambridge University Press, 1990.
6. Alesina, A. and A. Drazen, 'Why are stabilisations delayed?' *American Economic Review*, 81, 1991.
7. Alesina, A. and Perotti, R., 'Fiscal adjustment: Fiscal expansions and adjustments in OECD countries,' *Economic Policy*, 21, October, 1995, стр. 205–48.
8. Alesina, A. and R. Perotti, 'Budget deficits and budget institutions', in J.M. Poterba and J. von Hagen, *Fiscal Institutions and Fiscal Performance*, NBER, University of Chicago Press, 1999.
9. Alesina, A., and R. Perotti, "The Political Economy of Budget Deficits", *IMF staff papers*, 42, March, 1-32, 1995.
10. Alesina, A., R. Hausmann, R. Hommes and E. Stein, 'Budget institutions and fiscal performance in Latin America', IDB Working Paper No 394, 1999.
11. Alesina, A. and Tabellini, G., "A Positive Theory of Fiscal Deficits and Government Debt in a Democracy", NBER Working Paper, No. 2308, 1987.
12. Antonio Fatás (INSEAD and CEPR), Jürgen von Hagen (ZEI, University of Bonn, Indiana University, and CEPR), Andrew Hughes Hallett (Cardiff Business School and CEPR), Rolf R. Strauch (ZEI, University of Bonn) and Anne Sibert (Birkbeck College, University of London, and CEPR), "EU Needs Fiscal Watchdog to Replace Stability and Growth Pact", 2003.
13. Aschauer, D., 'Is public expenditure productive?', *Journal of Monetary Economics*, 23, 1989, стр. 177–200.
14. Atanasovski Z., "Javni finansii", Ekonomski fakultet, Skopje, 2004.
15. Barro R. & Sala-i-Martin, "Public finance in models of economic growth", *Review of Economic studies*, 59(4), 1992.
16. Barro R. J., "Are Government Bonds Net Wealth?", *Journal of Political Economy* 81, 1974.
17. Barro, R., "Government spending in a simple model of endogenous growth", *Journal of Political Economy*, 98(1), 1990.
18. Barro, R., "On the Determination of the Public Debt", *Journal of Political Economy*, 87: 940-947, 1979.
19. Barro, R., and Sala-i-Martin, X., "Economic growth", McGraw-Hill, New York, 1995.
20. Beetsma, R. and Uhlig, H., "An Analysis of the Stability and Growth Pact", *Economic Journal*, 109: 546-71, 1999.
21. Bernheim D., "Ricardian Equivalence: An Evaluation of Theory and Evidence", NBER Macroeconomics Annual, 1987.

22. Besley, T. and A. Case, 'Political institutions and policy choices: Evidence from the United States', *Journal of Economic Literature*, 41, 2003.
23. Bini-Smaghi, L., and Vori, S., "Rating the EC as an Optimal Currency Area: Is it Worse than the US", Banca d'Italia Discussion Paper, no. 187, 1993.
24. Blanchard, O. and F. Giavazzi, 'Improving the SGP through a proper accounting of public investment', CEPR Discussion Paper No 4220, 2004.
25. Blinder A., "Issues in the Coordination of Monetary and Fiscal Policy", in *Proceedings of a Conference on Monetary Policy Issues in the 1980s*, Federal Reserve Bank of Kansas City, 9-10 August, Kansas City, Kansas, United State, 1982.
26. Bogoev K. & Atanasovski Z., "Danocen sistem na RM", 1995.
27. Buchanan M. J., "Fiscal Theory and Political Economy", Chapel Hill: The University of North Carolina Press, 1962.
28. Buchanan, J. and R. Wagner, "Democracy in Deficit", Academic Press, 1977.
29. Buchanan, J. and Tullock, T., "The Calculus of Consent", Ann Arbor: University of Michigan Press, 1962.
30. Buiter, W and C. Grafe, 'Patching up the pact: Some suggestions for enhancing fiscal sustainability and macroeconomic stability in the enlarged European Union', CEPR Discussion Paper No 3496, 2002a.
31. Buti, M. and Sapir, A. (eds), „Economic policy in EMU: A study by the European Commission Services“, Oxford, Clarendon Press, 1998.
32. Buti, M., Roeger, W., in't Veld, J., "Monetary and Fiscal Policy Interactions Under a Stability Pact", in M. Buti, J. von Hagen, and C. Martinez-Mongay (eds), *The Behavior of Fiscal Authorities. Stabilisation, Growth and Institutions*, Palgrave: New York, 2002, стр. 241-67.
33. Buti, M., S. Eijffinger and D. Franco, 'Revisiting the Stability and Growth Pact: Grand design or internal adjustment?', CEPR Discussion Paper No 3692, 2003.
34. Canzoneri, M.B., R.E. Cumby and B.T. Diba, "Should the European Central Bank and the Federal Reserve Be Concerned about Fiscal Policy?", труд подготвен за симпозиум за "Rethinking Stabilization Policy", 29-31 August, Jackson Hole, Wyoming, United States, 2002.
35. Cassela, A., "Tradeable Deficit Permits", in A. Brunila, M. Buti and D. Franco (eds), *The Stability and Growth Pact - The Architecture*, 2001.
36. Congressional Budget Office, "CBO's Economic Forecasting Record", *CBO, October*, Washington, 2005.
37. Creel J., "Ranking Fiscal Policy Rules: The Golden Rule of public Finance vs the Stability and Growth Pact", No. 2003-04, July 2003.
38. Dabán Sánchez, T. *et al.*, "Rules-Based Fiscal Policy in France, Germany, Italy, and Spain", *IMF Occasional Paper 225*, International Monetary Fund, Washington DC, 2003.
39. Daveri, F. & Tabellini, G., "Unemployment, growth and taxation in industrial countries", *International Monetary Fund Seminar Series, No 28*, May, 1997.
40. De Grauwe, P., "Challenges for Monetary Policy in Euroland", *Journal of Common Market Studies*, 40(4), November, 1975, стр. 693-718
41. De la Fuente, A., "Fiscal Policy and Growth in OECD", CEPR Discussions Paper, 1755, 1997.
42. De Larosiere J., "The Growth of Public Debt and the Need for Fiscal Discipline", *Public Finance and Public Debt*, Proceedings of the 40-th Congress of the International Institut for Public Finance, Insbruck, 1984.

43. Debrun, X., D. Hauner and M.S. Kumar, 'Discretion, institutions, and fiscal discipline', chapter 2 in M. Kumar and T. Ter-Minassian (eds.), *Promoting Fiscal Discipline*, International Monetary Fund, Washington DC, 2007a.
44. Dornbusch, R., "Debt and monetary policy: the policy issues", in G. Calvo and M. King (eds.), *The Debt Burden and its Consequences for Monetary Policy*, MacMillan Press, 1998.
45. Drazen, A., „Political Economy in Macroeconomics“, *Princeton University Press*, Princeton, 2000.
46. Easterly, W. and Rebelo, S., 'Fiscal policy and economic growth: An empirical investigation', *Journal of Monetary Economics*, 32(3), 1993, стр. 417–458.
47. Eichengreen, B. and C. Wyplosz, 'The Stability Pact: More than a minor nuisance?' *Economic Policy*, 26, 1998.
48. Eichengreen, B. and von Hagen, J., "Fiscal Policy and Monetary Union: Federalism, Fiscal Restrictions and the No-Bailout Rule", CEPR Discussion Paper, no. 1247, 1995.
49. Elmendorf W. D. & Mankiew N. G., "Government Debt", *NBER Working Paper No. 6470*, 1998.
50. Engen E. & Skinner J., "Fiscal policy and economic growth", *NBER Working Paper No 4223*, December 1992.
51. European Commission, "European Economy", No.1, 2004.
52. European Commission, "Preliminary Analysis of Price Data", Directorate General Internal Market, Economic an Evaluation Unit B3, 13 july, 2004a.
53. European Commission, "Strengthening economic governance and clarifying the implementaion of the Stability and Growth Pact", COM(2004)581, September, 2004b.
54. Fabrizio, S. and A. Mody, 'Can budget institutions counteract political indiscipline?' *Economic Policy*, 21(48), 2006.
55. Feldstein M., "Overview," in Budget Deficits and Debt: Issues and Options, a symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, 1995a. "Lower Deficits, Lower Dollar," Wall Street Journal, May 1, 1995b.
56. Financial Stability Forum, "Report of the Working Group on Capital Flows", April 5, 2000.
57. Fink H. R. & High C. J., "A Nation in Debt: Economists Debate the Federal Budget Deficit", University Publications of America Inc., 1987.
58. Friedman B., "Debt and economic activity in the United States", *NBER Working Paper Series No 704*, 1981
59. Friedman, B., "Crowding out or Crowding in? Economic Concequences of Financing Government Deficits", *Brookings Papers on Economic Activity*, No. 3, 1978.
60. Giavezi F. & A. Missale, "Public Debt Management in Brazil", *NBER Working Paper 10394*, March, 2004.
61. Godisen izvestaj na NBRM, NBRM, 2001.
62. Godisen izvestaj za rabotenjeto na NBRM vo 2009 godina, NBRM, 2010, стр. 93
63. Godisen izvestaj za sproveduvanje na Strategijata za upravuvanje so javen dolg na Republika Makedonija, Ministerstvo za finansii, 2010.
64. Goudswaard P. K. & Halberstadt V., "Debt Management in Small Open Economies", *Public Finance and Public Debt*, Proceedings of the 40-th Congress of the International Institut for Public Finance, Insbruck, 1984.

65. Greenspan, A., "General Discussion: What do budget deficits do?", in *Budget Deficits and Debt: Issues and Options*, Federal Reserve Bank of Kansas City (ed.), 1995.
66. Haan, J. de, W. Moessen and B. Volkerink, 'Budgetary procedures — Aspects and changes: new evidence for some European countries', in Poterba, J. M. and J. von Hagen (1999), *Fiscal institutions and fiscal performance*, NBER, University of Chicago Press, 1999.
67. Hagen, J. von, 'Budgeting procedures and fiscal performance in the European Communities', European Commission, Economic Paper No 96, 1992.
68. Hakkio C., "The Effects of Budget Deficit Reduction on the Exchange Rate", Federal Reserve Bank of Kansas City, Third Quarter 1996.
69. Hallerberg, M. and J. von Hagen, 'Electoral institutions, cabinet negotiations and budget deficits in the European Union', in J. Poterba and J. von Hagen (eds.), *Fiscal Institutions and Fiscal Performance*, NBER, University of Chicago Press, 1999.
70. Hansen A., "Fiscal Policy and Business Cycles", New York, 1941.
71. Heertje, A. and Wenzel H., "Grundlagen der Volkswirtschaftslehre", 7ed, Springer, 2008.
72. Hume, D., "Writings on economics", edited and introduced by E. Rotuein, London, Thomas Nelson and Sons Ltd., 1955.
73. Inman, R.P, 'Do balanced budget rules work? U.S. experience and possible lessons for the EMU', NBER Working Paper Series No. 5838, 1996.
74. Irene S. R., "The Politics of Public Budgeting: Getting and Spending, Borrowing and Balancing", Northorn Illinois University, 6ed, 2009.
75. Keynes J. M., "The General Theory of Employment, Interest and Money", Macmillan, London, 1936.
76. Kiander, J. and M. Virén, "Do Automatic Stabilisers Take Care of Asymmetric Shocks in the Euro Area?", VATT Discussion Papers No. 234, 2000.
77. King R. & Rebelo S., "Public policy and economic growth: Developing neoclassical implications", *Journal of Political Economy*, 101, 1990.
78. Kopits G., "Fiscal Rules: Useful Policy Framework or Unnecessary Ornament?", *International Monetary Fund Working Paper*, No. 01/145, IMF, Washington DC, 2001.
79. Kopits, G. and S. Symansky, 'Fiscal policy rules', IMF Occasional Paper No 162, 1998.
80. Kormendi R. & Meguire P., "Macroeconomic determinants of growth: Cross-country evidence", *Journal of Monetary Economics*, 16.
81. Krugman P., "Crowding In", NY Times, September 28, 2009.
82. Langdana K. F., "Macroeconomic Policy-Demystifying Monetary and Fiscal Policy", Springer Science+Business Media, LLC 2009
83. Lerner A., "Functional Finance and the Federal Debt", Social Research, 1943.
84. Levine, R. and Renelt, 'Sensitivity analysis of cross-country growth regressions', *American Economic Review*, 82, September, 1992.
85. Mankiew G., "Brief Principles of Macroeconomics", South-Western Cengage Learning, 5ed, 2008.
86. Mankiew G., "Macroeconomics", *Worth Publishers*, 5ed, 2002.
87. Mendoza E., Milesi-Ferretti G. M. & Asea P., "On the ineffectiveness of tax policy in altering long-run growth: Harberger's superneutrality conjecture", *Journal of Public Economics*, 66, 1997.

88. Mishkin, F., "The Economics of Money, Banking, and Financial Markets", 3rd ed., New York: Harper Collins College Publishers, 1992.
89. Moesen, W., and Van Rompuy, P., "The Growth of Government Size and Fiscal Decentralization", paper prepared for the IIPF Congress, Brussels, 1990.
90. Mohsin S. and Malcolm D., "Unanticipated Monetary Growth and Inflationary Finance", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 14, August 1982.
91. Musgrave R., "Teorija javnih finansija", Naučna knjiga, Beograd, 1973.
92. Musgrave, R. A., "Theories of Fiscal Crises: An Essay in Fiscal Sociology", in *The Economics of Taxation*, Henry J. Aaron and Michael J. Boskin (eds.), Washington DC: Brookings Institution.
93. Norregaard J., "Tax treatment of government bonds", *Tax Notes International*, July 1997.
94. OECD Economic Outlook 74, "Fiscal stance over the cycle, the role of debt, institutions, and budget constraints", 2003.
95. OECD, "Advances in Risk Management of Government Debt", *OECD Publication*, 2005.
96. OECD, "Debt Management and Government Securities Markets in the 21st Century", *OECD Publication*, 2005.
97. OECD, *OECD Factbook 2006: Economic, Environmental and Social Statistics*, March, 2006.
98. Patinkin D., "Money, Interests and Prices: An Integration of Monetary and Value Theory", Harper and Row (1st edition 1955), 1965.
99. Peric A., "Finansijska Teorija i politika", sesto izdanje, IEE, Beograd, 1979.
100. Persson, M., Persson, T. and Svensson, L., "Debt, cash flow and inflation incentives: a Swedish example", in G. Calvo and M. King (eds.), *The Debt Burden and its Consequences for Monetary Policy*, MacMillan Press, 1998.
101. Persson, T. and L. Svensson, 'Why a stubborn conservative would run a deficit: Policy with time inconsistent preferences', *Quarterly Journal of Economics*, 104(2), 1989.
102. Petkovski M., „Finansiski pazari“, Ekonomski fakultet, Skopje, 2008.
103. Phelps, E., "Structural slumps: The modern equilibrium theory of unemployment, interest and assets", *Harvard University Press*, 1994.
104. Pisani-Ferry, "Fiscal Discipline and Policy Coordination in the European: Assessment and Proposals", *paper prepared for the Group of Economic Analysis of the European Commission*, April 2002.
105. Poterba, J., 'State responses to fiscal crises: The effects of budgetary institutions and politics', *Journal of Political Economy*, 102, 1994.
106. Poterba, James M. "Budget Institutions and Fiscal Policy in the U.S. States (in Balanced-Budget Rules)." *The American Economic Review*, Vol. 86, No. 2, Papers and Proceedings of the Hundredth and Eighth Annual Meeting of the American Economic Association San Francisco, CA, January 5-7, 1996.
107. Rosen, H. and T. Gayer, "Public Finance", McGraw-Hill/Irwin, New York, 2008.
108. Roubini, N., and Sachs, J., "Government Spending and Budget Deficits in the Industrial Countries", *Economic Policy*, 11: 100-32, 1989.
109. Sala-i-Martin X., "I just ran two million regressions", *American Economic Review*, 87, 1997.
110. Samuelson P., "The Pure Theory of Public Expenditures", 1954.
111. Santow J. L., "The Budget Deficit: The Causes, the Costs, the Outlook", *New York Institut of Finance*, 1988.

112. Sargent and Wallace, "Some Unpleasant Monetarist Arithmetic", Federal Reserve Bank of Minneapolis, *Quarterly Review*, Winter 1985.
113. Sluzben vesnik na Republika Makedonija " broj 62/2005 i 88/2008.
114. Stiglitz J. E., "Economics of the Public Sector", 3ed, Tabernakul, 2009.
115. Strategija za javen dolg 2009-2011, Ministerstvo za finansii.
116. Tanzi V. & Chalk N., "Impact of large public debt on growth in the EU: A discussion of potential channels", *OECD*, Ch. 2, 2005.
117. Tanzi V. & King J., "The taxation of financial assets: A survey of issues and country experiences", *IMF Working Paper*, No 95/46, 1997.
118. Tanzi, V. & Zee, H., "Taxation and the household saving rate: Evidence from OECD countries", *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, 2000.
119. Tanzi, V., "Inflation, Real Tax Revenue and the Case for Inflationary Finance: Theory with an Application to Argentina", *International Monetary Fund Staff Papers*, no.25, September 1978.
120. Trpeski Lj., "Pari i Banki", Ekonomski fakultet, Skopje, 2003.
121. Van Horn, "Interest Rates and Flows of Financial Markets", 6ed, Prentice Hall Inc., 2001.
122. Van Rompuy, P., Abraham, F., and Heremans, D., "Economic Federalism and the EMU", in EC Commission, *European Economy*, Special edn., 1, 1991.
123. Vieira, C., "The Sustainability of Fiscal Policies: A Study of the European Union", *unpublished PhD dissertation*, Loughborough University, 1999.
124. Von Hagen J., "A Note on the Empirical Effectiveness of Formal Fiscal Restraints", *Journal of Public Economics* 44: 199-210, 1991a.
125. Von Hagen J., A. H. Hallett, R. Strauch, "Budgetary Consolidation in Europe: Quality, Economic Conditions, and Persistence", *Journal of the Japanese and International Economics*, vol. 16, 2002.
126. Von Hagen J., R. Strauch, "Fiscal Consolidations: Quality, Economic Conditions, and Success", *Public Choice*, vol. 109, no.3-4, 2001, стр. 327-346
127. Von Hagen, J. and G. Wolff, 'What do deficits tell us about debts? Empirical evidence on creative accounting with fiscal rules', *Journal of Banking and Finance*, 30, 2006.
128. Von Hagen, J., "A Note on the Empirical Effectiveness of Formal Fiscal Restraints", *Journal of Public Economics*, 44: 199-210, 1991a.
129. Wray, L., "Deficits, inflation and monetary policy", *Journal of Post Keynesian Economics*, 19(4), 1997.
130. Wyplosz, C., "Fiscal Rules or Institutions", paper prepared for the Group of Economic Analysis of the European Commission, April, 2002.
131. Wyplosz, Ch., 'Fiscal policy: institutions versus rules', *National Institute Economic Review*, No. 191, 2005.
132. Wyplosz, C., "Asymmetry in the EMS: International or Systemic", in EC Commission, *European Economic Review*, 33: 310-20, 1989.
133. Wyplosz, C., "Monetary Union and Fiscal Policy Discipline", in EC Commission, *European Economy*, Special edn., 1, 1991.
134. Zellner, Arnold, "An efficient method of estimating seemingly unrelated regression equations and tests for aggregation bias", *Journal of the American Statistical Association* 57, 1962.
135. <http://www.finance.gov.mk/>
136. <http://www.imf.org/external/index.htm>
137. http://www.oecd.org/home/0,2987,en_2649_201185_1_1_1_1_1,00.html