

PUBLIC DEBT MANAGEMENT, Allesandro Missale, 1999, Oxford, Oxford University Press, 309 str.

Prikaz*

Javni dug jedno je od uobičajenih obilježja suvremene ekonomije. Njegovim povećanjem rasla je i relativna važnost alternativnih politika njegova financiranja. Upravo u upravljanju javnim dugom, koje se pretvorilo u iznimno sofisticiran posao, ogleda se utjecaj liberalizacije i integracije svjetskih financijskih tržišta na javne financije. Upravljanje javnim dugom "promaknuto" je u važan instrument fiskalne politike: učinci denominacije, indeksiranja i/ili ročne strukture duga postali su za fiskalnu politiku gotovo jednako važni kao i učinci samoga proračunskog deficita. Ipak, usprkos većem broju novijih radova koji se bave tom problematikom, do sada nije postojao rad koji bi čitatelja na zadovoljavajući način upoznao s teoretskim okvirom upravljanja javnim dugom. Postojeća se literatura bavila isključivo specifičnim problemima ili je davala preporuke koje se teško interpretiraju. Stoga sedam poglavlja ove knjige znače pravo osvježenje: preporuke su konkretne, temelje se na teorijskom okviru i prožete su praksom. Ovom knjigom Missale postaje vodič kroz upravljanje javnim dugom kako znanstveniku, tako i praktičaru.

Imajući na umu postojanje mnoštva dužničkih instrumenata koji mogu poslužiti za financiranje proračunskog deficita, u prvom poglavlju autor nas upoznaje s obilježjima i osobitostima upravljanja javnim dugom. Najčešći razlikovni kriterij između instrumenata javnog duga jest valuta u kojoj je dug denominiran (domaća ili strana valuta). Druga važna obilježja jesu rok dospeljeća, obračun kamata, utrživost i sl. Odabir načina zaduživanja (instrumenta duga) ponajprije ovisi o zacrtanim ciljevima, ali i okolnostima u kojima se donosi odluka o zaduživanju. U mnogim zemljama OECD-a primarnim ciljem upravljanja javnim dugom smatra se *financiranje uz najmanji trošak i rizik*, što je donekle u skladu s hipotezom o jednakom ponašanju donosioca odluka i privatnih dužnika koji žele ostvariti najbolje uvjete zaduživanja. Međutim, Missale upozorava kako analogija u ponašanju nije nužno ispravna. Država je (za razliku od privatnog dužnika) "velika" i njezini se potezi teško mogu smatrati nebitnima: odabir javnog duga može imati važan učinak na alokaciju rizika i oporezivanja. Taj učinak ne postoji samo uz pretpostavku međugeneracijskog altruizma, savršenog tržišta i racionalnog ponašanja

* *Primljeno* (Received): 22.01.2001.

Prihvaćeno (Accepted): 12.02.2001.

pojedinaца. U tom slučaju odabir između financijskih instrumenata za financiranje deficita također postaje irelevantan (rikardijanska jednakost!).

Teorem irelevantnosti upravljanja javnim dugom detaljno je raspravljen u drugom poglavlju knjige. Pretpostavka kako odabir dužničkog instrumenta nema utjecaja na realnu ekonomiju zanimljiv je put prema boljem razumijevanju učinaka upravljanja javnim dugom. Financijske odluke države kao dužnika djeluju ne samo na očekivani povrat državnih dužničkih instrumenata, već i privatnih ulaganja (osobito u velikom gospodarstvu i/ili u uvjetima nepotpune mobilnosti kapitala). Promjene u relativnoj ponudi instrumenata javnog duga mogu utjecati na premiju rizika i, osobito, na očekivani povrat koji zahtijevaju privatni ulagači na vrijednosne papire i/ili privatne dugove. Odluke o dugu države preko financijskog tržišta utječu na troškove financiranja - stoga se upravljanje javnim dugom tradicionalno smatra instrumentom kontrole agregatne potražnje. Upravljanje dugom utječe na preraspodjelu rizika, osobito u uvjetima nedovoljno razvijenog tržišta privatnih financijskih sredstava. Drugim riječima, kada ne postoji sekundarno tržište dugoročnih dužničkih instrumenata privatnog sektora, izdavanjem dugoročnih obveznica država može potaknuti njegov razvoj. Ako takvo (aktivno) tržište i postoji, učinkovito i likvidno tržište državnih vrijednosnih papira pruža kvalitetnije mogućnosti zaštite i disperzije rizika. Konačno, upravljanje dugom je važno jer utječe na opozivanje: odabirom instrumenta i njegovih obilježja neizravno se odlučuje o budućim potrebama za financijskim sredstvima. Primjerice, ako u okolnostima neočekivanog porasta kamatnih stopa u budućnosti izdavanje trezorskih zapisa usporedimo s izdavanjem dugoročnih obveznica, s obzirom na troškove plaćanja kamata, trezorski su zapisi "skuplja" alternativa. Financiranje odgovarajućega (većeg) deficita zahtijeva ili povećanje poreza ili smanjenje javnih izdataka. Kako pri nepredviđenom smanjivanju kamatnih stopa vrijedi obrnuto, posljedica oslanjanja na kratkoročni dug je veća neizvjesnost glede budućih poreza, pa stoga i porezne stope mogu biti podložne većim promjenama. Negativni utjecaj visokih i promjenjivih poreznih stopa ogleda se u promjeni radnih i proizvodnih poticaja u društvu.

Relativna važnost politike i upravljanja javnim dugom za društveno blagostanje mora se uzeti u obzir pri odabiru načina zaduživanja. U trećem poglavlju Missale uspoređuje dvije (alternativne) strategije zaduživanja. Prva je strategija izdavanje dužničkih instrumenata s nižim prinosima u uvjetima kada je *output* (pa prema tome i dohodak) niži od očekivanoga. Na taj se način ulagačima pruža sigurnost uz minimiziranje očekivanog troška otplate duga. Druga strategija odnosi se na izdavanje duga s nižim prinosom u uvjetima kada je *output* niži, a javna potrošnja veća od očekivane, što pruža zaštitu od neočekivanih promjena u financijskim potrebama države. Posljedica ove strategije su veći troškovi plaćanja kamata, ali se zato "opći" rizik državnog portfelja svodi na najmanju razinu (tj. minimizira se rizik promjene poreznih stopa).

Četvrto poglavlje bavi se dugom zemalja OECD-a. Empirijski podaci za razdoblje od 1965. do 1995. godine upozoravaju na bitne razlike s obzirom na strukturu i dospjeće dugova, što se najvećim dijelom objašnjava politikom zaduživanja u 80-im godinama. Pod utjecajem financijske liberalizacije, integracije tržišta i usvajanja tržišnih teh-

nika u sustavu vođenja monetarne politike, od početka 90-ih godina razlike u strukturi i dospijeću javnog duga polako se smanjuju.

Peto poglavlje usredotočeno je na problematiku upravljanja javnim dugom s obzirom na minimiziranje proračunskog rizika. Tako "zaštitnim svojstvima" klasičnih instrumenata nema prigovora sve dok šokovi koji pogađaju državne prihode, potrošnju i troškove financiranja ne prouzroče povrat po javnom dugu koji je niži od očekivanoga. Ovisno o tome pojavljuju li se šokovi u gospodarstvu na strani ponude ili na strani potražnje, njihovoj vrsti, ulozi monetarnih poremećaja i sl. ovisi i izbor između "nominalnih" i indeksiranih instrumenata. U istim se okvirima promatra i izbor između duga u nacionalnoj i stranoj valuti, uz posebnu pozornost na strukturu dospijuća duga u domaćoj valuti kao važnom čimbeniku s obzirom na rizik refinanciranja duga.

U šestom poglavlju težište je na politici upravljanja dugom usmjerenoj na minimiziranje očekivanih troškova otplate. Ako visoka premija rizika proizlazi iz neučinkovitosti tržišta, informacijske asimetrije između javnoga i privatnog sektora, neodgovarajućih očekivanja ili nevjerođostnosti buduće fiskalne i/ili monetarne politike, zabrinutost za troškove kamata čini se opravdanom. U tom smislu obrađeni su različiti pristupi smanjenju troškova kamata, uz jasno razgraničenje između diskrecijskog upravljanja javnim dugom i politika koje poboljšavaju transparentnost i "regularnost" financijskih operacija države. Upravo izbor odgovarajućih instrumenata javnog duga može biti signal javnosti o odlučnosti u provođenju fiskalne stabilizacije te dati poticaj konzistentnome, neoportunističkom ponašanju.

Sedmo, posljednje poglavlje zapravo je pregled najvažnijih autorovih zaključaka. Čitatelju u dodatku knjige na raspolaganju stoje metodološka pojašnjenja te mnoštvo tablica o javnom dugu zemalja OECD-a.

Usprikoš osobnom zadovoljstvu čitanja, ovu je knjigu teško preporučiti najširem krugu čitatelja. Ona je zasigurno nezaobilazno štivo znanstveniku, a više je nego poželjna i za donosiocice odluka o javnom dugu. Naravno, to se odnosi samo na one donosiocice odluka koji izbor instrumenata duga i politiku upravljanja javnim dugom žele utemeljiti na načelima ekonomske struke - u tom smislu ova bi knjiga hrvatskim donosiocima odluka mogla otvoriti sasvim nove horizonte.

Zoran Bubaš
Institut za javne financije