

УНИВЕРЗИТЕТ У НИШУ

ЕКОНОМСКИ ФАКУЛТЕТ

- Наставно-научном већу-

Одлуком Наставно-научног већа Економског факултета у Нишу бр. 04-3691 од 29.11.2014.године именовани смо за чланове *Комисије за оцену и одбрану докторске дисертације* кандидаткиње *мр Марије Вуковић*, под називом **"ФИНАНСИРАЊЕ ФИСКАЛНОГ ДЕФИЦИТА И ОПТИМИЗАЦИЈА НИВОА ЈАВНОГ ДУГА У РЕПУБЛИЦИ СРБИЈИ"**, у саставу:

1. др Јадранка Ђуровић-Тодоровић, редовни професор Економског факултета у Нишу,
2. др Марко Радичић, редовни професор Економског факултета у Суботици и
3. др Марина Ђорђевић, ванредни професор Економског факултета у Нишу.

Сходно томе, подносимо Наставно-научном већу Економског факултета следећи

ИЗВЕШТАЈ

Докторска дисертација кандидаткиње *Марије Вуковић* под називом **"Финансирање фискалног дефицита и оптимизација нивоа јавног дуга у Републици Србији"** изложена је на 350 страна текста са уводом и закључком и научним доприносом докторске дисертације, сажетком, списком табела, графикона и додатком, списком коришћене литературе од 290 референтних библиографских јединица и 5 интернет извора. После уводних разматрања, презентован је текст по поглављима и то: *прво поглавље* под насловом *"Различита схватања о фискалној равнотежи у привреди"* (7-43), *друго поглавље* под називом *"Модел детерминанти фискалног дефицита и јавног дуга"* (44-65), *треће поглавље* под насловом *"Макроекономске импликације фискалног дефицита и јавног дуга"* (66-99), *четврто поглавље* под називом *"Емпијска анализа обима и структуре фискалног дефицита у Републици Србији и могућих начина његовог сервисирања"* (100-193), *пето поглавље* под називом *"Перформансе и перспективе кретања јавног дуга у Републици Србији"* (194-237), *закључак, литература, биографија* (238-274), *и додатак* (275-346). Комисија констатује да је садржај докторске дисертације сагласан са садржајем који је наведен код пријављивања и доношења Одлуке о усвајању теме за докторску дисертацију.

I

У *уводним разматрањима* кандидаткиња истиче значај, сложеност и актуелност изабраног подручја истраживања. Након тога, указује на проблематику на коју ће се истраживање фокусирати, дефинише предмет и циљеве истраживања. Кандидаткиња у уводном делу одређује хипотезе, концепцију и структуру истраживања и примењену научну методологију.

Предмет докторског истраживања је анализа формирања и повећања фискалног дефицита и јавног дуга у Републици Србији и могући начини његовог финансирања, за период након 2000. године. Релевантност теме огледа се у постојаности фискалног дефицита у Републици Србији, који се кретао од 0,5% БДП-а у 2000. години до 7,6% БДП-а у 2014. години и који представља окидач, како унутрашње, тако и спољашње неравнотеже. Истраживање се фокусира на неколико елемената неопходних за разматрање проблема фискалног дефицита. Прво, трагање за узроцима настанка фискалног дефицита. Друго, анализа последица које фискални дефицит и јавни дуг остављају на привредну активност. Посебна пажња посвећена је могућим правцима за решавање овог проблема. Питање извора финансирања фискалног дефицита јесте један од могућих праваца за решавање овог проблема. Други правац јесте питање дефинисања структуре фискалне консолидације у циљу смањења фискалног дефицита. Као резултат употребе одговарајућих квантитативних инструмената у истраживању је испитана одрживост нивоа фискалног дефицита у Републици Србији са становишта јавног дуга и утврђено да је он један од разлога незадовољавајућих привредних перформанси. За истраживање датог проблема и остваривање циљева овог рада коришћен је методолошки приступ анализе који је био у функцији постизања очекиваних резултата. У циљу спровођења објективног истраживања, утврђивања узрочно-последичних односа појава које се истражују и тестирања хипотеза, у дисертацији су биле примењене следеће методе: индуктивна метода, дедуктивна метода, анализа и синтеза, метод дескрипције, нормативна метода, економетријске методе и дијалектички метод.

Први део докторске дисертације који носи назив „*Различита схватања о фискалној равнотежи у привреди*“ (7-43) презентује циљеве, значајније теорије и моделе анализе фискалне равнотеже у привреди. Пожељност фискалног суфицита или фискалног дефицита зависи од циљева фискалне политике у привреди, односно од њених ефеката на стабилизацију, економску ефикасност и правичност. Кандидаткиња је, стога, анализу улоге фискалне равнотеже у привреди започела истраживањем питања њеног аутоматског стабилизујућег дејства на цикличне флукутације привреде. Даље истраживање у овом делу рада је посвећетила анализи

trade off-a између циљева економске ефикасности и циљева међугенерациске правичности фискалне равнотеже.

Кандидаткиња истиче да у економској литератури наилазимо на дијаметрално супротне теоријске интерпретације фискалне равнотеже и неке од њих је интерпретирала у другом одељку првог поглавља. У класичној грађанској литератури, теоријске концепције фискалне равнотеже базиране су на принципу „здравог финансирања“ јавних потреба, изведеног из тадашње доктрине либералног капитализма и познате крилатице „*laiser - faire laiser- passer*“. С друге стране, савремена грађанска литература залаже се за коришћење фискалног дефицита за финансирање јавне инвестиционе тражње, која се мултипликовано рефлектује на раст националног дохотка, па следствено томе и на раст фискалног потенцијала. У дефлаторном економском циклусу никла је теорија системског фискалног дефицита која у основи рефлектује дефицитно финансирање у функцији компензирања цикличних флукација у глобалној тражњи. Надградња теорије системског дефицита, у смислу стављања у епицентар теоријских размишљања економске уместо фискалне равнотеже, доводе нас до постулата теорије функционалног буџета (*Lerner*) и теорије компензационог буџета (*Hansen*). Даље, у средишту *Haavelmo*-ве теорије пораст запослености и националног дохотка остварује се помоћу уравнотеженог буџета, при чему пораст уравнотеженог буџета имплицира повећање пореза који осигуравају покриће повећаних јавних расхода и који мултипликаторски делују на повећање производње и националног дохотка. Теорија стабилизационог буџета (тзв. *pumppriming*) у први план ставља макроекономску равнотежу и ослања се на аутоматске „уграђене“ стабилизаторе. Теорија цикличног буџета тежила је регулисању економских циклуса посредством суфицитарног финансирања у просперитетним годинама и дефицитног финансирања у депресивним фазама.

Доминантно место у првом делу рада припало је анализи улоге фискалне равнотеже у привреди кроз класичне и савремене макроекономске моделе. Посебан допринос кандидаткиња је дала у анализи ефикасности фискалне експанзије. У вези са тим, кандидаткиња је веома прецизно указала да ефикасност различитих врста фискалне експанзије, под различитим околностима, подразумева познавање механизма кроз који фискална политика утиче на привреду. Кроз анализу спецификације кејнзијанског IS-LM модела, сагледани су узроци и последице механизма преливања фискалне експанзије на привреду затворене економије. Даљом анализом модела фискалне равнотеже, кандидаткиња је указала на Рикардијанску тврдњу, по којој облик буџетског финансирања није важан за привредни раст, али и чињеницу да истовремено може да постоји неколико генерација што се уклапа у контекст модела преклапајућих генерација. Последњи део анализе у првом поглављу посвећен је основним релацијама савременог *Mundell-Fleming*-овог модела помоћу кога је анализирано како фискална експанзија утиче на одређене променљиве “отворене привреде”.

У *другом поглављу*, под насловом *"Модели детерминанти фискалног дефицита и јавног дуга"* (44-54), кандидаткиња истиче да су економски аргументи, интерпретирани у економском моделу „смањења пореза“ (*tax smooting*), недовољни да објасне екстремне разлике у односу дуга и БДП-а међу релативно хомогеним привредама. Даљим истраживањем, кандидаткиња указује да су политичко-институционални фактори кључни за разумевање фискалних дефицита посебно, и фискалне политике уопште. За анализу политичко-институционалних детерминанти фискалног дефицита и јавног дуга кандидаткиња је користила четири различита модела: (i) модел опортунистичких политичара и наивних гласача, тзв. „фискална илузија“; (ii) модел међугенерациске прерасподеле; (iii) модел просторне расподеле интереса; и (vi) модел који наглашава буџетске институције и процедуре као детерминанте фискалног дефицита. Иако сваки од ових модела даје карактеристичан допринос анализи узрока фискалног дефицита, кандидаткиња сматра да је модел буџетских институција (iv) најзначајнији. У оквиру њега, посебан значај се придаје анализи институционалних реформи које могу да побољшају „фискалну одговорност“. Конкретно, институционалне реформе односе се на процедуру одобравања буџета, на законе буџетске равнотеже, на однос између трезора и централне банке и на различите врсте изборних система.

Посебан акценат у анализи је стављен на специфичне моделе који илуструју потенцијалне изворе пристрасности дефицита. Допринос кандидаткиње огледа се покушају да утврди шта је потребно да се произведе пристрасност дефицита. Другим речима, кандидаткиња се у овом делу другог поглавља фокусира на анализу потенцијалних извора пристрасности дефицита, интерпретираним у моделима акумулације дуга, одложене стабилизације и дужничке кризе.

У *трећем поглављу*, под насловом *"Макроекономске импликације фискалног дефицита и јавног дуга"* (66-99), кандидаткиња је дала одговор на питање, какве ефекте фискални дефицит има на кључне макроекономске варијабле у условима ограниченог буџета. У том смислу, детаљно је анализиран очекивани смер деловања фискалног дефицита и јавног дуга на остале макроекономске величине: бруто домаћи производ, приватну штедњу, приватне инвестиције, каматну стопу, девизни курс, спољно-трговински и платни биланс, потрошњу, привредни раст и инфлацију. Та деловања су анализирана у складу са погледима трију савремених макроекономских школа – кејнзијанске, рикардијанске и неокласичне. Посебан допринос у овом поглављу кандидаткиња је дала у потврди хипотезе да фискални дефицит, који настаје због раскорака између јавних прихода и јавних расхода, има сигнификантан утицај на дестабилизацију економског система земље, пад националне штедње и инвестиција и успоравање привредног раста.

Како држава може да финансира дефицит, а да то под утицајем дефицита и јавног дуга на остале макроекономске величине, не угрози остваривање макроекономских циљева? У сврху одговора на питање, у даљем истраживању овог дела докторске дисертације кандидаткиња је понудила уобичајене методе оцене одрживости фискалног дефицита и јавног дуга. Ова анализа је започета интерпретацијом стандардне методе за одређивање одрживости јавних финансија. У даљој анализи, кандидаткиња је приказала модел солвентности. Праћењем кретања удела дуга у БДП–у потврдјена је чињеница да учешће јавног дуга у БДП расте када расту каматне стопе и примарни дефицит, а опада када годишња стопа раста БДП-а расте. У оквиру савремених економетријских метода за квантификовање макроекономских перформанси, кандидаткиња је презентовала увод у анализу временских серија са посебним освртом на методологију панела. За коначни увид у методе одрживости фискалног дефицита и јавног дуга наведени су критеријуми које је Комисија Европске уније одредила као један од услова за улазак у ЕМУ. Међутим, с обзиром да велики број чланица ЕУ у дужем временском периоду остварује јавни дуг који је знатно изнад прописаног максимума, а често је и кршење правила о максималној висини фискалног дефицита, на крају овог поглавља кандидаткиња је указала на основне правце општих реформи на нивоу ЕУ за ефикасну контролу јавног дуга.

У *четвртом поглављу*, под насловом *“Емпиријска анализа обима и структуре фискалног дефицита у Републици Србији и могућих начина његовог сервисирања”* (100-193), примењена је методологија обрађена у претходном теоријском делу рада. Анализа наведена три елемента (обим, структура и начин финансирања фискалног дефицита) представљају базичну структуру емпиријског истраживања докторске дисертације. Дејство фискалног дефицита на макроекономске варијабле зависи од начина његовог финансирања. Пракса показује да финансирање трајних и високих дефицита доводи до економске неравнотеже, што у дужем року успорава привредни раст. Међутим, утицај начина финансирања фискалног дефицита на привредни раст зависи и од реакције монетарне политике на експанзивну фискалну политику. Уколико у таквим условима монетарна политика буде рестриктивно оријентисана, ефекат дефицита на пораст каматних стопа и цене биће мањи. Финансирање дефицита могуће је извршити на неколико начина, али је неопходно, најпре, утврдити величину циклично-прилагођеног и структурног фискалног дефицита.

У дисертацији су анализирани могући методолошки приступи оцени циклично прилагођеног и структурног фискалног дефицита, те је на основу методологије која преовладава у земљама ЕУ извршена економетријска оцена њихове висине и динамике у Републици Србији за период 2001.- 2014. године (I квартал), на основу кварталних макроекономских података. Закључак кандидаткиње, на основу ове анализе, сугерише да је стварни дефицит доминантно под утицајем системских фактора, који се односе на пореску политику, политику потрошње и

дугорочна макроекономска кретања, а не под утицајем цикличних флукуација у БДП-у. То значи да фискални дефицит у Републици Србији неће бити аутоматски елиминисан са економским опоравком, већ је неопходна дискрециона фискална политика у циљу смањења јавних расхода и повећања јавних прихода. Пошто структурни фискални дефицит одражава утицај дугорочних макроекономских трендова, неопходно је благовремено усвојити мере економске политике, како би се спречио њихов утицај на раст фискалног дефицита. Према схватању кандидаткиње, пораст инвестиција и раст извоза утичу на смањење пореза, док старење становништва утиче на повећање расхода за пензије, здравство и социјалну заштиту. Да би се неутралисао утицај дугорочних трендова на структурни фискални дефицит у Републици Србији, предложена је реформа структуре јавне потрошње, посебно пензијског система, али и пореска реформа.

Кандидаткиња је, даље коришћењем економетријске технике Панела, идентификовала основне узроке постојећег структурног фискалног дефицита у Републици Србији. На тај начин је потврдила хипотезу да правовремено и прецизно дијагностицирање основних узрока формирања и пораста фискалног дефицита и јавног дуга представља полазну основу за ефикасну борбу против њих. Поред бројних ограничења у погледу прикупљања података о политичким детерминантима, потврђена је и хипотеза да је величина владе, односно њена коалициона структура у Србији, као и свуда у свету, примарни фактор који узрокује формирање и раст фискалног дефицита. Из прегледа економских узрока који су допринели формирању и повећању структурног дефицита, кандидаткиња је закључила да је исти углавном формиран у периоду од 2006. до 2008. године. Међутим, веома стриктно се наводи и да је структурни фискални дефицит у том периоду био делимично скривен високим пореских приходима у периоду економске експанзије и апсорпционог бума. Номинално замрзавања зарада у јавном сектору и пензија током 2009.-2010. године, када је инфлација била релативно висока, значајно је допринело смањењу структурног фискалног дефицита. Међутим, фискални програм децентрализација, којим је извршена прерасподела пореских прихода од зарада са централног на локалне самоуправе, допринео је знатном повећању структурног дефицита у 2011.-2012. години.

Конкретан допринос кандидаткиње у оквиру овог дела докторске дисертације је у синтези анализе фискалног дефицита и јавног дуга у облику остваривих извора финансирања фискалног дефицита за Републику Србију (емисија новца, некредитни извори финансирања, задуживања у земљи, задуживања у иностранству и фискална консолидација), уз услов да то финансирање буде конзистентно са циљевима економске политике у погледу привредног раста и инфлације.

Могућност финансирања фискалног дефицита емисијом новца оцењен је на основу регресионе анализе једначине тражње за новцем. Анализа је кандидаткињу навела на закључак да је у Републици Србији поново актуелно инфлационирање привреде, те у тим условима тражња за новцем поприма *Cagan*-ов облик. У складу са тим, стопа инфлације је таква да узрокује опадање прихода од инфлацијског пореза.

Важан сегмент економетријске анализе обухвата оцену могућности задуживања у земљи у зависности од стопе привредног раста и камате на унутрашњи дуг. Каматне стопе на постојећи унутрашњи дуг у Републици Србији су високе, и крећу се у распону 17.6 до 28.19%, или у просеку око 19.4%. Каматне стопе на инструменте унутрашњег дуга емитоване након 2009. године су још више. Унутрашњи дуг је углавном деноминан у иностраној валути, те самим тим и индексиран, па се може рећи да је каматна стопа од 19.4% готово једнака реалној каматној стопи на унутрашњи дуг. Уз каматну стопу од 19.4% и стопу привредног раста од, на пример 1%, свако би даље ослањање на финансирање унутрашњим дугом довело до експлозије трошкова отплате дуга, изражене у проценту бруто домаћег производа. У том контексту, кандидаткиња је закључила да, уз постојећи однос стопе раста и каматне стопе на унутрашњи јавни дуг, задуживање у земљи није прикладан извор финансирања јавне потрошње. Отуда је установљено да би максимални могући износ финансирања у земљи био онај уз који се не би мењао удео унутрашњег јавног дуга у БДП-у. Квантитативно, кандидаткиња је закључила да би, уз стопу привредног раста од 1%, стопа пораста унутрашњег дуга или дефицит који се финансира задуживањем у земљи могао износити максимално 0,73% бруто домаћег производа, а да се не наруши услов стабилности унутрашњег дуга. Кроз анализу краткорочног задуживања Републике Србије на финансијском тржишту емисијом хартија од вредности указује се да постоји веза између кретања каматне стопе на тржишту новца и стопе државних обвезница. Када је ова веза јасна (интензитет зависности), могуће је да се моделира утицај фискалне политике на инфлацију преко њеног утицаја на каматну стопу на тржишту новца.

Посебан део анализе кандидаткиња је посветила одређивању границе задуживања у иностранству са аспекта привредног раста у земљи и од извозних могућности земље, а које су у директној вези са привредним растом у иностранству. На основу регресионе анализе једначине извозне тражње, уз дати ниво стопе привредног раста у земљи и иностранству утврђене су допустиве границе спољног задуживања Републике Србије, конзистентне с очекиваним привредним растом и растом цена. Наиме, уколико се сви сектори Републике Србије у иностранству могу задужити максимално у висини 2,09% БДП-а, како се удео спољног дуга у средствима не би погоршавао, и уколико постоји потреба да се приватни сектор задужи у висини 1%, јавни сектор ће се моћи задужити тек у висини преосталих, скромних, 1,09% БДП-а. Из

добијених резултата више је него јасно да је земља практично банкротирала, што са друге стране значи подвлачење црте и изазов јединог алтернативног правца, а то је покретање привреде Републике Србије ослањањем на домаћу штедњу.

Специфичност финансирања фискалног дефицита у Републици Србији огледа се у томе да је све до 2009. године углавном финансиран из некредитних извора (приходи од приватизације и донације). Поменути начин финансирања фискалног дефицита одступа од стандардних теоријских модела и доприноси нарушавању везе између фискалног дефицита и јавног дуга. Кандидаткиња то врло ефикасно поткрепљује доказима економетријске анализе. Анализа је, иако на кратком узорку, показала да приходи од приватизације у Републици Србији нису коришћени за отплату дуга, већ су делимично сачувани (и акумулирани у виду девизних резерви), а делом су искоришћени за финансирање текућих расхода државе (у мањој мери за финансирање капиталних расхода). Формирањем статистичких односа, кандидаткиња је закључила да је финансирање текућих расхода из овог извора свакако погрешно, и сугерисала је да би било боље сачувати та средства (тј. отплатити дуг или акумулирати резерве), или их потрошити у форми капиталних инвестиција (уз праћење новчаних ефеката тих пласмана).

У последњем делу овог поглавља испитани су алтернативни правци фискалне консолидације у циљу смањења фискалног дефицита. Посебна пажња је посвећена тражењу адекватних мера за успешно фискално прилагођавање у Републици Србији, уз фаворизовање мера на расходној страни буџета. Такође, кандидаткиња је трагала и за елементима позитивног фискалног прилагођавања на приходној страни буџета у складу са ефектима на привредни раст. Коначно, захваљујући резултатима свих претходних истраживања, кандидаткиња је могла квантитативно да одговори на дилему: „у ком односу треба да се налазе задуживање и порези“.

У петом поглављу, под насловом "Перформансе и перспективе кретања јавног дуга у Републици Србији" (194-237) емпиријски је потврђена неодрживост јавног дуга и сугерисано је да Република Србија одмах треба да почне са кредибилним средњорочним фискалним прилагођавањем, тј. смањивањем фискалног дефицита.

Кандидаткиња је испитивању одрживости јавног дуга најпре приступа из традиционалне перспективе и то декомпозиције евалуације односа дуга и БДП-а. Главну тестирану хипотезу о одрживости јавног дуга Републике Србије до 2015. године кандидаткиња је одбацила у условима шока једне или више варијабли. Очекивани сценарио јавног дуга у 2015. години прелази границу од 60% БДП-а и у моделу у којем се посматра прилагођавање тока дуга и у моделу пројекције кључних варијабли и припадајућих токова. Освртом на препоруке Европске комисије (2011.) удео јавног дуга од 60% БДП-а је чак можда и превисока граница за привреду попут Републике Србије. Криза је показала да традиционални показатељи одрживости јавног

дуга, описани у претходном одељку, имају различита ограничења, међу којима је и непризнавање међусобних интеракција владе и банака. Због тога је испитан и утицај биланса стања банака на кретање јавног дуга у Републици Србији. У овом делу рада коришћена је дескриптивна статистика и на основу тога је закључено да је државна помоћ банкарском сектору била скромана, посебно током рецесије и да је износила просечно 9.85% укупне додељене државне помоћи, односно 0.2% БДП-а. Даље, кандидаткиња подсећа да је предуслов испуњења буџета и фискалне стратегије спречавање даљег одливања средстава кроз банке на неадекватан начин да би се предупредио фискални ризик који тренутно постоји у банкарском систему. У склопу показатеља одрживости јавног дуга, примењен је и модел ризика од фискалне кризе, који је развила Европска комисија, који има за циљ благовремено упозорење на кризу јавног дуга. За Републику Србију, резултати су показали да су готово све фискалне варијабле након 2008. године високе сигнализационе моћи (примарни биланс, циклично прилагођени биланс, нето дуг, јавни расходи), док је промена учешћа бруто дуга у БДП-у почела да сигнализира у 2010. години. Сигнали фискалне кризе послати су и од стране макро-финансијских променљивих. Наиме, бруто штедња домаћинства и дуг приватног сектора упозоравају на рањивост од 2008. године, а сигнали краткорочне реалне каматне стопе и реалног БДП-а почели су да упозоравају већ у 2007. години. На страни конкурентности, варијабла платни биланс (као % БДП-а) упозорава током свих шест година. Тако да је не само композитни индикатор исправно указао на кризу јавног дуга у Републици Србији, већ је и анализа под-индекса и појединачних варијабли показала да су и влада (фискална страна) и приватни сектор (макро-финансијска страна) имали прекомерну потрошњу праћену процесом акумулације дугова.

Кандидаткиња се даље у анализи бавила кључним аспектима надзора над кретањем јавног дуга у Републици Србији и то указивањем на критеријум операционализације дуга и на адекватна нумеричка правила за контролу његовог кретања. На основу анализе је закључено да Влада Републике Србије не поштује критеријум операционализације дуга, већ напротив, даље повећава јавни дуг. Отуда, у Републици Србији, надзор над кретањем јавног дуга на основу критеријума Европске комисије, постаје прави изазов. Кандидаткиња је сугерисала да је потребно тежити постепеном побољшању општег фискалног биланса државе, у складу са минималним годишњим побољшањем структурног биланса најмање за 0.5% БДП-а.

И коначно, у овом делу дисертације кандидаткиња је у циљу оцене одрживости јавног дуга симулирала функцију фискалне реакције у Републици Србији. Модел функције фискалне реакције оцењује емпиријски одговор примарног биланса на високи ниво јавног дуга, после контроле једног броја економских и институционалних варијабли. Основна идеја овог приступа је најпре израчунати величину примарног биланса који стабилизује дуг у односу на БДП користећи модел функције фискалне реакције, а потом анализирати границе одрживости јавног

дуга привреде Републике Србије. Резултати процене до којих се дошло коришћењем различитих метода, на основу података за период први квартал 2005. до четврти квартал 2012. године показују да је коефицијент уз варијаблу примарни биланс/БДП мањи од 0.5. У принципу, ови резултати су указали на низак степен инерције у понашању владе када пројектује свој примарни биланс. Главни допринос кандидаткиње у овом делу рада је резултат, да са могућим изузетком 2010. и 2011. године, дугорочни однос примарног биланса и БДП-а којим се влада руководила премашује ниво који је био потребан да би се обезбедила одрживост јавних финансија. Да би се заокружила истраживање о одрживости односа јавног дуга и БДП-а у анализу су укључени и критеријуме Европске комисије, чији члан Република Србија претендује да постане. Наиме, према методологији Европске комисије, укључивањем оцењеног просечног примарног биланса у услов солвентности и решавањем једначине односа јавног дуга и БДП-а, процењује се максимални однос јавног дуга и БДП-а који испуњава услове одрживости јавних финансија конкретне земље. У циљу праћења остварених и пројектованих резултата, кандидаткиња је период поделила на два дела. Укључивањем остварених резултата у периоду 2008.-2013. године у услов солвентности израчунат је просечни праг одрживости дуга од 68.8% за посматрани период. Када је у услов солвентности кандидаткиња укључила пројектоване резултате за примарни биланс, реалну каматну стопу и реалну стопу раста БДП-а за период 2014.-2018. године, израчунат је праг дуга од 54.65% БДП-а. На самом крају овог поглавља наведена су економско-политичка ограничења и могућности актуелног концепта модела фискалне одрживости јавног дуга.

У **закључку** докторске дисертације систематизовани су основни резултати до којих се дошло у дисертацији, на основу богатог научноистраживачког материјала који је коришћен. Уз то, извршена истраживања у дисертацији иду у прилог потврди постављених хипотеза чиме је кандидаткиња испунила постављене циљеве истраживања. Делови докторске дисертације су логично повезани у складну целину са изведеним закључним тврдњама. Кандидаткиња је проучавајући релевантну литературу и ослањајући се првенствено на економетријске технике процене и податке многих националних и међународних институција успела да спроведе истраживање којим је афирмисала полазну претпоставку да политика финансирања фискалног дефицита у Републици Србији није била конзистентна.

Економетријском оценом цикличног и структурног дефицита у Републици Србији (4.1% БДП-а) и њиховом компарацијом са стварним дефицитом, кандидаткиња је закључила да је стварни дефицит доминантно под утицајем системских фактора, који се односе на пореску политику, политику потрошње и дугорочна макроекономска кретања, а не под утицајем цикличних флукуација у БДП-у. То значи да фискални дефицит у Републици Србији неће бити аутоматски елиминисан са економским опоравком, већ је неопходна дискрециона фискална

политика у циљу смањења јавних расхода и повећања јавних прихода. Две основне, како теоријске, тако и емпиријске, дилеме код финансирања дефицита су: (i) да ли фискални дефицит финансирати задуживањем или фискалном консолидацијом, као и (ii) да ли консолидацију спровести на расходној и/или на приходној страни буџета.

Да би аргументовано одговорила на поменуту дилему, кандидаткиња је приступила оцени расположивих извора финансирања дефицита. Пошто је израчунала могуће приходе државе од монетизације (1.65%), и могуће финансирање државе задуживањем (у земљи 0.73% и у иностранству 1.73%) и приватизационим приходима (0,06%) кандидаткиња је установила одрживи ниво дефицита јавног сектора, који би био конзистентан са заданим циљевима у погледу стопе привредног раста и стопе инфлације без примене фискалне консолидације. На тај начин је кандидаткиња уочила да би, уз стопу привредног раста у земљи од 1.5% БДП-а, уз стопу привредног раста у иностранству од 1% и уз циљану стопу инфлације од 4%, одрживи дефицит јавног сектора износио максимално 4.17% (1.65%+0.73%+1.73%+0,06%) БДП-а. Овај се дефицит може сматрати заиста горњом границом задуживања јавног сектора, јер се заснива на претпоставци кандидаткиње да је могуће да читав додатни износ стране валуте добијен задуживањем буде на располагању држави. Исто тако, претпоставка кандидаткиње је да се држава задужује у земљи упркос високој каматној стопи на унутрашњи јавни дуг, што условљава одложено опорезивање, укључујући одложени вишак терета опорезивања. Уз било који виши ниво задуживања, догодили би се поремећаји у привреди који би довели у питање остваривање циљева макроекономске политике. Додатно посезање за финансирањем задуживањем у земљи узроковало би пораст удела трошкова отплате дуга у БДП-у и државном буџету и умањило маневарски простор за остваривање других издатака јавног сектора, или би узроковало улазак у нови круг задуживања с основном наменом финансирања отплате постојећег дуга. То значи да би, са макроекономског становишта, остатак фискалног дефицита од око 2,5% БДП-а требало финансирати мерама фискалне консолидације.

Због ограниченог простора за задуживање, у пракси развијених држава и земаља у транзицији су се диференцирала три модела фискалне консолидације, са становишта расподеле њеног терета: (i) избалансирана фискална консолидација (повећање ПДВ-а и замрзавање плата у јавном сектору и пензија и примена других мера штедње), (ii) неизбалансирана фискална консолидација (смањење плата у јавном сектору и пензија, без повећања пореза), и (iii) одлагање фискалне консолидације, односно наставак финансирања потрошње задуживањем док не наступи криза јавног дуга (тј. нема озбиљнијих мера штедње ни повећања пореза). На основу резултата оцене фискалне консолидације у овој дисертацији (фискална консолидација на страни расхода 1.52% БДП-а и на страни прихода 1.68% БДП-а) кандидаткиња је закључила да се у Републици Србији спроводи избалансирана фискална консолидација. Кандидаткиња сугерише

да фискална консолидација на расходној страни неће у већој мери утицати на успоравње раста привредне активности у кратком року, док ће ефекти на економски раст у средњем и дугом року бити позитивни. Кандидаткиња посебно наглашава да ће смањење фискалног дефицита и јавног дуга утицати на смањење спољнотрговинског дефицита, стабилизацију курса динара, смањење каматних стопа, што ће, даље, позитивно утицати на макроекономску стабилност и стварање повољних услова за привредни раст. Емпиријски анализа показује да је позитиван утицај фискалног прилагођавања прилично велики, како у кратком, тако и у дугом року. Прецизније, кандидаткиња је уочила да би дугорочни раст био већи за између 0,28% и 0,55% (у зависности од процене модела) ако држава, уз контролу осталих макроекономских варијабли, смањи фискални дефицит за 1% БДП-а.

Кроз традиционални и савремени приступ анализи јавног дуга потврђена је кључна хипотеза да Влада Републике Србије не реагује адекватно на промену нивоа јавног дуга у односу на БДП и да њена реакција не обезбеђује одрживост фискалне политике. Кандидаткиња је укључила у анализу пројектоване резултате за примарни биланс, реалну каматну стопу и реалну стопу раста БДП-а, за период 2013.-2018. године и добила горњи лимит одрживог нивоа јавног дуга од 54.65% БДП-а. Емпиријски резултати, већ на крају првог квартала 2014. године (63.5% БДП-а) указују на потврду кључне хипотезе ове дисертације и сигнализирају дужничку кризу. Дакле, кандидаткиња је емпиријски аргументовала да јавни дуг Републике Србије није одржив ни у кратком нити у дугом року.

На крају, кандидаткиња оправдано закључује да је и поред опсежне анализе у овој дисертацији, потрага за опште прихваћеним концептом оцене "фискалне позиције" Републике Србије остала недостижна. Традиционални концепти оцене укупног фискалног дефицита и укупног фискалног биланса су критиковани у различитим аспектима. Прво, они одражавају ендogene ефекте цикличне промене у привреди на порезе и трансфере. Друго, традиционални концепти оцене укупног фискалног дефицита су под утицајем инфлације. Треће, они не одражавају напоре фискалне политике укључујући и камате на јавни дуг. Због ових критика примењене су алтернативне мере фискалне позиције, као што су циклично прилагођена равнотежа, примарни биланс, оперативни биланс и структурни биланс. Ове прилагођене мере помогле су у овом истраживању да се обезбеди боља слика основне фискалне позиције Републике Србије у рецесионим околностима. Међутим, оне нису помогле да се резултати изборе са два централна проблема: интертемпоралном и међугенерациском димензијом већине фискалних проблема.

II

На основу изложеног из свеобухватне анализе, Комисија констатује да је кандидаткиња мр Марија Вуковић са успехом и у складу са постављеним циљевима приликом пријављивања теме за докторску дисертацију обавила потребна истраживања, пружајући при томе одређени научни, теоријско-методолошки и практичан допринос у области проблематике финансирања фискалног дефицита и одрживог нивоа јавног дуга у Републици Србији. Научни допринос кандидаткиње у истраживању проблематике, која се односи на финансирање фискалног дефицита и одрживост јавног дуга у Републици Србији, истакнут је у оквиру резултата истраживања по појединим поглављима. Овде још једном резимирамо те резултате:

Прво, остварен је допринос у продубљивању теоријске основе примењених фискалних стратегија и спозната је утемељеност неопходних смерница деловања економске политике у будућности.

Друго, остварен је допринос у квантитативном мерењу детерминанти фискалног дефицита и кватнификовању ефективности алтернативних извора финансирања.

Треће, добијени резултати квантитативне процене ефеката алтернативних начина финансирања фискалног дефицита послужиле су као основ за оцену средњорочне одрживости фискалних позиција и макроекономских импликација фискалног прилагођавања кроз пореску политику.

Четврто, остварен је допринос у анализи одрживости нивоа јавног дуга у Републици Србији. Емпијско оцењивање нивоа јавног дуга доприноси његовој оптимизацији са становишта макроекономских позиција.

Пето, дат је допринос у дијагностицирању проблема и захтеваних перформанси примењених стратегија монетарне политике у земљама у транзицији током и након 80-тих година.

Шесто, резултати који су се јавили као продукт овако конципираних циљева и задатака доприносе емпирији, али и развоју научне мисли о феноменима фискалног дефицита и јавног дуга.

Седмо, остварен је допринос у вези са предлогом формулисања мера и конкретних смерница које треба имплементирати кроз актуелну стратегију фискалне политике Републике Србије.

Осмо, *остварен је најважнији резултат, уједно и потврда кључне хипотезе, да ниво фискалног дефицита у Републици Србији није одржив у кратком року, због проблема у његовом финансирању, али ни у дугом року због претераног раста јавног дуга.*

Комисија констатује да је истраживање обављено коректно и да је кандидат показао потребну способност и знања за обављање научних истраживања, те да су резултати и научни допринос кандидата у свему задовољавајући и сагласни са одредбама Статута Факултета и Закона којима се предвиђају услови за позитивну оцену докторске дисертације.

Сагласно наведеном, *Комисија предлаже Наставно-научном већу Економског факултета у Нишу да прихвати позитивну оцену докторске дисертације мр Марије Вуковић под насловом "ФИНАНСИРАЊЕ ФИСКАЛНОГ ДЕФИЦИТА И ОПТИМИЗАЦИЈА НИВОА ЈАВНОГ ДУГА У РЕПУБЛИЦИ СРБИЈИ" и одобри њену јавну одбрану.*

У Нишу, 04.12. 2014. године.

ЧЛАНОВИ КОМИСИЈЕ:

1. _____
Проф. др Јадранка Ђуровић-Тодоровић,
редовни професор Економског факултета у Нишу

2. _____
Проф. др Марко Радичић,
редовни професор Економског факултета у Суботици

3. _____
Проф. др Марина Ђорђевић,
ванредни професор Економског факултета у Нишу