

Deficiti tekućeg bilansa u bogatim zemljama

Olivier Blanchard*

Rezime: Tokom poslednjih 20 godina, neravnoteže tekućeg bilansa bogatih zemalja su se neprestano povećavale. Iako deficit tekućeg bilansa SAD dominira brojevima i vestima, i druge zemlje, posebno u okviru evrozone, takođe beleže veliki deficit. Deficiti ovih zemalja se razlikuju od deficita latinoameričkih zemalja sa početka osamdesetih godina ili meksičkog deficita sa početka devedesetih godina. Deficiti koje beleže bogate zemlje uglavnom odražavaju odluke o privatnoj štednji i investicijama, a fiskalni deficiti često imaju marginalnu ulogu; deficiti se uglavnom finansiraju putem akcija, stranih direktnih investicija i obveznica u sopstvenoj valuti, pre nego putem bankarskih pozajmica. Ipak, čini se da ove zemlje u velikoj meri dele zabrinutost u vezi sa veličinom deficita i eventualnom neophodnošću državne intervencije. Svrha mog predavanja jeste da se ispita logika tog argumenta. Postavljam sledeće pitanje: pretpostavimo da deficit odražava odluke o privatnoj štednji i investicijama. Takođe, pretpostavimo da pojedinci i firme imaju racionalna očekivanja. Da li vlada treba da interveniše, i ako treba, kako to da uradi? Da bih odgovorio na pitanje, utvrdio sam jednostavnu polaznu tačku. U toj polaznoj tački, prvi ishod je i najbolji i nema potrebe niti opravdanja za intervenciju vlade. Potom uvodim jednostavne poremećaje na tržištima robe, rada ili finansijskim tržištima, i u svakom slučaju karakterišem ravnotežu. Izvodim optimalnu politiku i implikacije po tekući bilans. Pokazujem da optimalna politika može ali i ne mora dovesti do manjih deficita tekućeg bilansa. Ovaj model i njegova proširenja posmatram kao prvi krug istraživanja. Jasniji zaključci zahtevaju bolje razumevanje tačne prirode i stepena poremećaja, a to nam nedostaje. Međutim, radi unapređenja kvaliteta tekuće debate, potrebno je da bolje shvatimo ove aspekte.

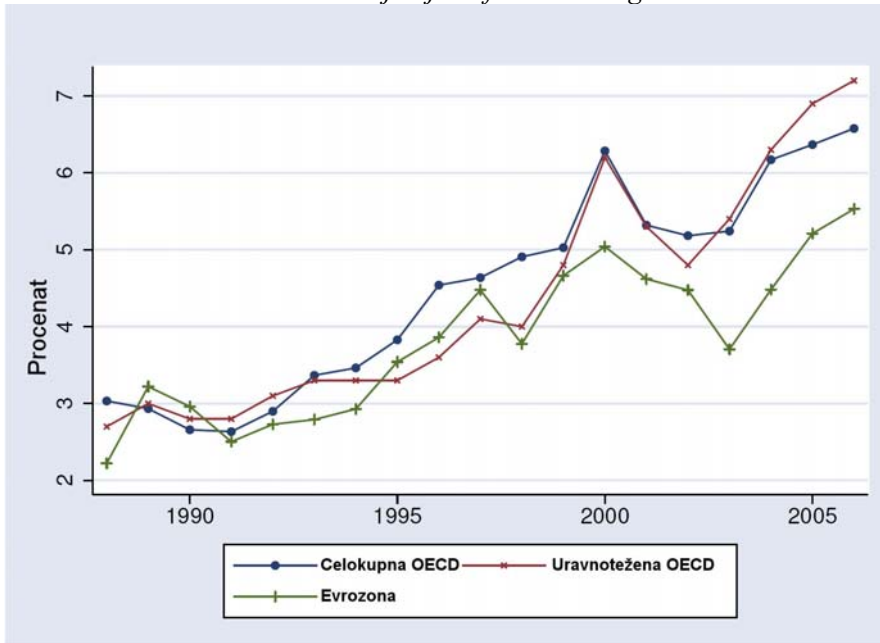
JEL: E62,F41

* Departman za ekonomiju. E52-357 MIT Cambridge, MA 02142 i NBER: blanchar@mit.edu. *Dozvola za prevod i objavljivanje:* 01.03.2007. Izvorno, rad je objavljen februara 2007. godine u izdanju NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH, 1050 Massachusetts Avenue Cambridge, MA 02138. Rad 12925: <http://www.nber.org/papers/w12925>. Mandel-Fleming predavanje u MMF-u u novembru 2006. Zahvaljujem se Rikardu Kabaljeru (Ricardo Caballero), Frančesku Đavazi (Francesco Giavazzi), Gvidu Lorenconiju (Guido Lorenzoni), Andreju Šlajferu (Andrei Schleifer), Robertu Rigobonu (Roberto Rigobon) i Hozeu Tesadi (Jose Tessada) na komentarima i razgovorima. Zahvaljujem se Tatjani Didijer (Tatiana Didier) na odličnoj pomoći u istraživanju. Stavovi iskazani u ovom radu su stavovi autora i ne moraju neophodno da odlikavaju stavove Nacionalnog biroa ekonomskih istraživanja. © 2007. Olivier Blanchard. Sva prava su zadržana. Kratki delovi teksta, koji nisu duži od dva pasusa, mogu se citirati bez izričitog odobrenja pod uslovom da se celokupna zasluga, uključujući © da izvoru. Zahvaljujemo se Olivier Blanchard-u na dozvoli za prevod i objavljivanje u našem časopisu. (Prim. ur)

Uvod

Posljednjih dvadeset godina je okarakterisano postojano većim neravnotežama tekućeg bilansa bogatih zemalja. To je prikazano na slici 1, koja pokazuje kretanje standardne devijacije odnosa stanja tekućeg bilansa u odnosu na BDP od 1988. godine za tri grupe zemalja. Prvi niz prikazuje kretanje standardne devijacije za zemlje koje su danas članice Organizacije za ekonomsku saradnju i razvoj (OECD). To je, međutim, nehomogena grupa: nove članice, kao što su Meksiko i srednjeevropske zemlje, sasvim se razlikuju od prethodnih članica. Iz tog razloga, drugi niz se odnosi na zemlje koje su već bile članice OECD 1988. godine. Taj niz je vrlo sličan prvom: porast standardne devijacije nije uzrokovan prijemom novih članica. Treći niz prikazuje kretanje standardne devijacije za grupu zemalja koje su danas u evrozoni. Kretanje standardne devijacije je ponovo veoma slično.

Slika 1. Standardna devijacija deficita tekućeg bilansa/BDP



Izvor: Baza podataka OECD.

Iza ovih trendova su dve glavne priče. Prva je povećanje deficita evrozone. Zemlje poput Portugalije i Španije imaju deficit blizu 10% BDP-a. Druga priča je povećanje deficita SAD, koji je sada oko 7% BDP-a.

Od latinoameričkih deficita ranih osamdesetih do meksičkog deficita sredinom devedesetih godina, deficiti tekućeg bilansa su redovno bili udarne

vesti.¹ Današnji deficiti tekućeg bilansa su, međutim, sasvim različiti od prethodnih. Zemlje sa deficitom su bogate zemlje. Deficite ne pokreću prvenstveno fiskalni deficiti već odluke o privatnoj štednji i investicijama. Deficiti se obično finansiraju putem akcija, tokova stranih direktnih investicija i državnih obveznica u sopstvenoj valuti, pre nego putem bankarskih pozajmica.

Stoga se mnogi problemi, koji su recimo povezani sa latinoameričkim deficitima osamdesetih godina, ovde čine mnogo manje relevantnim. Ipak, kreatori politike i mnogi ekonomisti iskazuju svoju zabrinutost u vezi sa veličinom deficita. Da bi se to sagledalo, grubo se prikazuju dva stava:

Prvi je poznat kao „Losonova doktrina” („Lawson doctrine”), nazvana po Najdželu Losonu (Nigel Lawson), ministru finansija, koja je predstavljena osamdesetih godina. Ta „doktrina” u osnovi predstavlja preformulaciju prve teoreme blagostanja: u meri u kojoj deficiti tekućeg bilansa odražavaju odluke privatne štednje i investicija, ne postoje poremećaji i očekivanja su racionalna, tada nema razloga da vlada interveniše.

Drugi stav, koji više preovlađuje, mogao bi se nazvati „opreznim” stavom ili stavom „MMF”. Prema tom stavu, čak i da deficiti odražavaju odluke o privatnoj štednji i investicijama, poremećaji su prisutni i vode ka suviše velikim deficitima. Poželjna je intervencija vlade u cilju smanjenja ovih deficita. Taj stav se odlikava u čestom korišćenju termina, kao što su „globalna neuravnoteženost” i „krhkost”, kojima se karakteriše tekući razvoj. Međutim, još nije utvrđeno koji su to poremećaji i da li oni zaista opravdavaju politiku usmerenu ka smanjenju deficita.

Svrha mog predavanja je da se to pitanje istraži. Da se malo udaljimo od pojedinosti, postavljam jedno uže pitanje: pretpostavimo da deficit tekućeg bilansa odražava odluke o privatnoj štednji i investicijama. Pretpostavimo racionalna očekivanja. Da li postoji neki razlog za intervenciju vlade i koji je optimalni oblik takve intervencije?

Jasno je da odgovor zavisi od postojanja i specifičnog oblika poremećaja prisutnih u ekonomiji. Stoga krećem od polazne tačke u kojoj su takvi poremećaji odsutni, ekvilibrijum je prvo najbolje rešenje i ne postoji potreba za intervencijom vlade. U analizu potom uvodim razne poremećaje koji se često smatraju važnim u tom kontekstu. U svakom slučaju, opisujem efekat poremećaja na ekvilibrijum i govorim o ulozi politike. Jasno je da je uloga politike povećanje blagostanja, a ne smanjenje deficita samo po sebi. Kao što ćemo videti, optimalna politika može ali i ne mora podrazumevati smanjenje deficita.

Na model i njegova proširenja gledam kao na prvi krug istraživanja. Precizniji zaključci zahtevaju bolje razumevanje tačne prirode i stepena poremećaja, a to još nismo postigli. Takvo razumevanje je, međutim, potrebno radi unapređenja kvaliteta tekuće debate.

Predavanje je organizovano na sledeći način.

¹ Pregled činjenica i diskusija dat je u: Edwards (2002).

Prvi deo sagledava deficite tekućeg bilansa u okviru evrozone, posebno se usredsređujući na Portugaliju, koja je, po mnogo čemu, primer za pitanja koja se postavljaju u ovom predavanju. Drugi deo ukratko preispituje dokaze o deficitu tekućeg bilansa SAD i o „globalnim neravnotežama”.

Treći deo razvija referentni okvir. Pošto se usredsređujem na poremećaje, razvijam najjednostavniji okvir koji je potreban u ove svrhe, tj. ekonomiju tokom dva perioda, sa proizvodnjom dobara za inostrano tržište, proizvodnjom za domaće tržište i slobodnim vremenom, log-log preferencije i Kobb-Daglasovu (Cobb-Douglas) proizvodnju. Koncentrišem se na efekte promena preferencija, naime na smanjenje faktora diskonta. Kao što već dobro poznato, ovde funkcionišu dva mehanizma: intertemporalna preraspodela potrošnje (i slobodnog vremena) između perioda i intratemporalna preraspodela proizvodnje između dobara za inostrano tržište i dobara za domaće tržište. Poremećaji mogu uticati na jedan ili oba mehanizma, te posledično utiču na deficite tekućeg bilansa. Delovi od 4 do 6 sagledavaju implikacije različitih poremećaja.

Prvi najbolji ekvilibrijum je povezan sa povećanjem relativne cene dobara za domaće tržište i sa povećanjem nadnica u prvom periodu, kao i sa odgovarajućim smanjenjima u drugom periodu. Četvrti deo sagledava implikacije rigidnosti cena i nadnica i opisuje optimalnu politiku. Optimalna politika predstavlja eliminisanje naglog rasta/pada količine dobara za domaće tržište uzrokovanih rigidnošću cena i nadnica, što može ali i ne mora podrazumevati smanjenje deficita tekućeg bilansa.

Prvi najbolji ekvilibrijum je takođe u vezi sa smanjenjem proizvodnje dobara za inostrano tržište u prvom periodu, i povećanju proizvodnje dobara za inostrano tržište u drugom periodu. Mogu se uzeti u obzir i poremećaji koji mogu otežati oporavak i proširenje proizvodnje u drugom periodu. Finansijska ograničenja mogu otežati firmama opstanak u prvom periodu ili akumuliranje sredstava potrebnih za proizvodnju u drugom periodu. Peti deo sagledava implikacije takvog poremećaja i karakteriše optimalnu politiku. Svrha optimalne politike u ovom slučaju je da jasno ograniči smanjenje proizvodnje dobara za inostrano tržište u prvom periodu. To može ali i ne mora podrazumevati smanjenje deficita tekućeg bilansa.

Jedna od tekućih briga kreatora politike, čak i u Sjedinjenim Državama, je mogućnost „iznenadnog zaustavljanja“ („sudden stop“), naglog skoka stope povraćaja koju zahtevaju strani investitori. Sama po sebi i u odsustvu poremećaja u zemlji, mogućnost iznenadnog zaustavljanja ne menja prirodu prvog najboljeg ekvilibrijuma: privatni subjekti će uzeti u obzir ovu mogućnost prilikom planiranja. Pitanje je da li iznenadna zaustavljanja mogu biti povezana sa poremećajima na način koji opravdava intervenciju vlade. Utvrđeni su mnogi potencijalni mehanizmi ovih veza ali je većina irelevantna za bogate zemlje. Šesti deo govori o tim pitanjima proširujući polazni okvir na model sa tri perioda. To nam omogućuje da sagledamo efekte pozitivne verovatnoće iznenadnog zaustavljanja

u drugom periodu na ekvilibrijum, kao i potencijalnu ulogu politike u tom kontekstu.

Postoji veliki jaz između tih jednostavnih iteracija i stvarnih deficita. Ipak, u sedmom delu premošćujemo taj jaz i dajemo načelne implikacije politike, kako za zemlje evrozone tako i za „globalne neuravnoteženosti“.

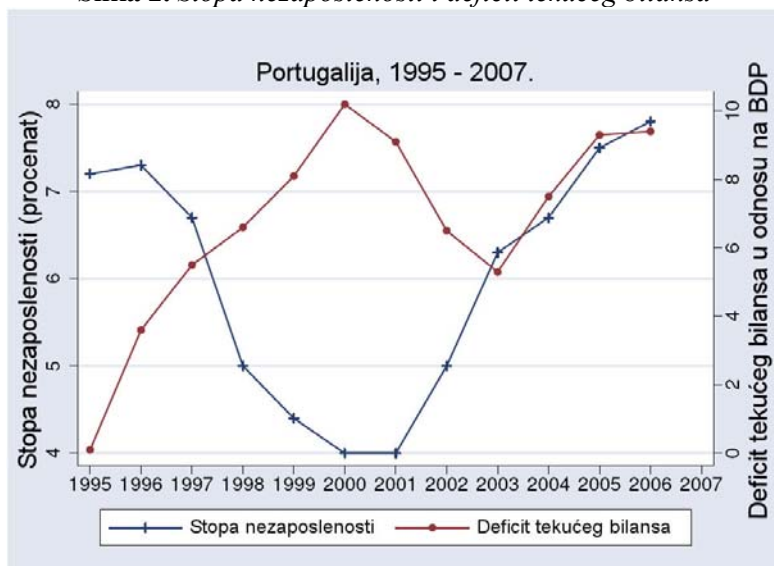
1. Deficiti tekućeg bilansa u evrozoni

Danas dve zemlje članice evrozone, Španija i Portugalija, imaju deficite tekućih bilansa blizu 10% BDP-a. U kontekstu ovog rada, iskustvo Portugalije je posebno zanimljivo, stoga mi dozvolite da odatle i počnem.²

Osnovna makroekonomska kretanja su prikazana na slici 2, koja predstavlja kretanje stope nezaposlenosti i odnos deficita tekućeg bilansa i BDP u Portugaliji od 1995. Slika ukazuje na dva veoma različita perioda:

Prvi je izuzetan ekonomski rast od 1995. do 2000. Postoji opšta saglasnost da su postojala dva izvora uspona, te da su oba povezana sa perspektivom ulaska u evrozonu. Prvi je postojano smanjenje realnih kamatnih stopa, u velikoj zahvaljujući nestajanju valutne premije. Drugi je očekivanje da će pristupanje evrozoni ubrzati konvergenciju i dovesti do većeg rasta produktivnosti. Oba izvora su uticala na povećanje privatne potrošnje, što je dovelo do većeg rasta outputa i kontinuiranog povećanja deficita tekućeg bilansa. Do 2000. godine, stopa nezaposlenosti je bila ispod 4%, a deficit tekućeg bilansa nešto iznad 10% BDP-a.

Slika 2. Stopa nezaposlenosti i deficit tekućeg bilansa



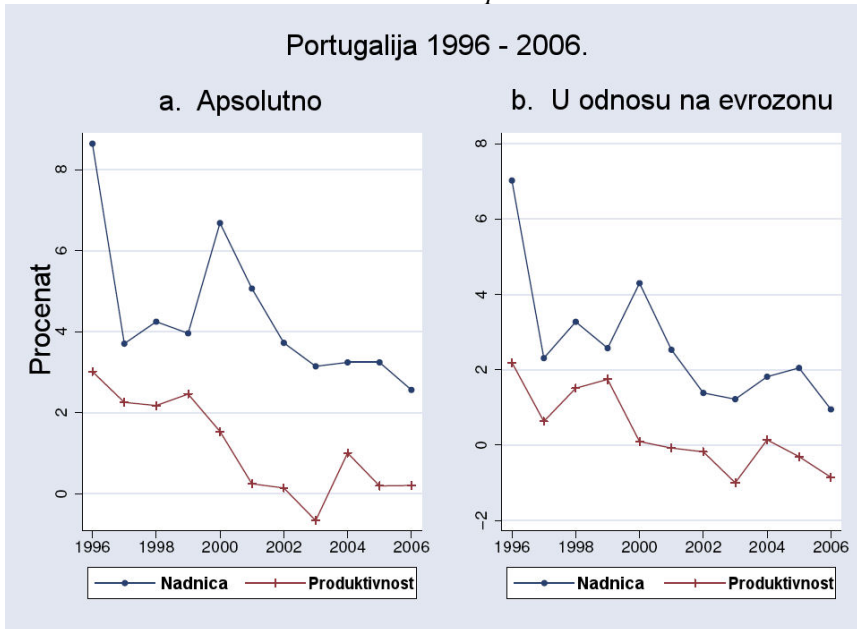
² Detaljniji prikaz u: Blanchard (2006a).

Skrenuću vam pažnju, pošto nas to vodi ka temi predavanja, da očekivanja možda nisu bila racionalna, ali svakako nisu bila ni 'ludačka'. Takođe, zapazite da je uspon pokretala privatna, a ne javna potrošnja. Od 1995. do 2000. godine odnos budžetskog deficita prema BDP se smanjio sa 5% na 3%; pokazatelj OECD ciklično-usklađenog deficita ostao je uglavnom nepromenjen. Konačno, primetićete da je rast bio povezan sa realnom apresijacijom: od 1995. do 2000. jedinični troškovi rada su se povećali za 12% u odnosu na prosek evrozone.

Očekivanja brže konvergencije su možda bila razumljiva. Ispostavilo se, međutim, da ovakva očekivanja nisu bila zasnovana na činjenicama: rast produktivnosti je ostao veoma nizak, svakako niži nego što je bio devedesetih godina. Počevši od 2001. godine, rast privatne potrošnje se naglo smanjio, što je vodilo ka niskom rastu i postojanom rastu nezaposlenosti. Pokušaji vlade da održi rast doveli su do povećanja fiskalnog deficita, koji je sada oko 5% BDP-a. Stopa nezaposlenosti se ponovo uspostavila na nivou od oko 8%.

Uprkos smanjenju potrošnje i usporavanju privrednih aktivnosti u zemlji, deficit tekućeg bilansa ostaje na nivou od skoro 10%. Glavni razlog je kontinuirana apresijacija portugalske robe. Posmatrajući naredni period, povratak bržoj stopi rasta i manjem deficitu zahteva realnu depresijaciju. Pošto je Portugalija članica evrozone, takva realna depresijacija mora da se ostvari putem nižeg rasta nominalnih nadnica u odnosu na rast produktivnosti – bar u poređenju sa partnerima u evrozoni. Problem sa kojim se Portugalija suočava prikazan je na slici 3, koja prikazuje stopu rasta nadnica (preciznije, nadoknadu po zaposlenom u poslovnom sektoru, u evrima) i stopu rasta produktivnosti rada (preciznije, produktivnost rada po zaposlenom u poslovnom sektoru) od 1996. Slika 3a prikazuje apsolutne cifre za Portugaliju; slika 3b prikazuje cifre za Portugaliju kao odstupanje od odgovarajućih indikatora evrozone. Slika 3a ukazuje da, kao što se može očekivati, visoka nezaposlenost vodi ka smanjenju rasta nominalnih nadnica, ali do ovoga je došlo paralelno sa smanjenjem produktivnosti rada, tako da je razlika između te dve kategorije ostala otprilike konstantna. Slika 3b prikazuje da je relativni rast nadnica u Portugaliji zaista nastavio da premašuje relativni rast produktivnosti. Drugim rečima, konkurentnost Portugalije se i dalje pogoršava u poređenju sa konkurentima u evrozoni. Relativna depresijacija, potrebna za ostvarenje većeg rasta i nižeg deficita, još uvek nije realizovana.

Slika 3. Rast nadnica i produktivnosti rada



Izvor: Baza podataka OECD.

Da li je portugalska makroekonomska politika trebalo da bude drugačija u drugoj polovini devedesetih godina? Na osnovu znanja koje danas imamo (da su očekivanja bila suviše optimistična), odgovor je očigledno da. Bitno je, međutim, pitanje šta je trebalo da se uradi, uzimajući u obzir ono što se tada znalo? Da li je politika vlade trebalo da ograniči rast, ograniči apresijaciju i deficit tekućeg bilansa?

Pitanje o tome šta je trebalo da se uradi tokom ekonomske ekspanzije u Portugaliji, danas je akademske prirode. Ali pitanje je veoma bitno za današnju Španiju. Od polovine devedesetih godina, kontinuiran rast je doveo do značajnog smanjenja stope nezaposlenosti sa 20% na ispod 9% danas – smanjenje koje se često naziva „špansko čudo.“ Taj rast je održavan rastom privatne, pre nego javne potrošnje: fiskalna pozicija se preokrenula, sa velikog deficita polovinom devedesetih godina na suficit od 1% BDP-a danas.

Istovremeno, rast je ostvaren uz postojanu realnu apresijaciju. Od 1995. jedinični troškovi rada su povećani za 21% u odnosu na evrozonu. Deficit tekućeg bilansa se povećao, sa otprilike uravnoteženog stanja polovinom devedesetih godina, na današnjih 9% BDP-a. Iz navedenog proizilazi niz očiglednih pitanja. Da li će Španija proći kroz isti proces prilagodavanja kao i Portugalija? Da li je politika vlade trebalo da bude drugačija u protekloj deceniji? Da li je trebalo ograničiti rast outputa, apresijaciju i deficit tekućeg bilansa? Šta bi danas španska vlada trebalo da radi?

2. Deficit tekućeg bilansa SAD

Donedavno je deficit tekućeg bilansa SAD dominirao i vestima i mnogim istraživanjima o međunarodnoj makroekonomiji³. Namera mi je da ovde samo ukazem na aspekte koji se direktno odnose na temu predavanja, ulogu privatne štednje i investicija naspram fiskalne politike, način na koji se deficit finansira i racionalnost očekivanja na kojima se baziraju odluke i izbori investitora.

Deficit SAD je veoma velik i odslikan je suficitima tekućeg bilansa većine regiona u svetu u odnosu na Sjedinjene države. Struktura odgovarajućih suficita tekućeg bilansa za treći kvartal 2006. prikazana je u tabeli 1. Od ukupnog suficita, otprilike polovina se odnosi na Aziju, prvenstveno Kinu i Japan, dok se otprilike jedna četvrtina odnosi na Evropu. Ostatak, rastući ali i dalje mali deo, vezuje se za Bliski Istok, kao rezultat porasta cena nafte.

Tabela 1. Deficit tekućeg bilansa SAD i povezanih zemalja. 2006-3, u milijardama dolara, po godišnjim stopama.

Ukupno 902			
od toga			
Evropa	175	Azija	480
Kanada	51	Kina	288
Lat. Amerika	120	Japan	108
Bliski Istok	56		

Izvor: BEA International Transactions. 11. tabela, januar 2007.

Deficit SAD i odgovarajući suficiti u inostranstvu imaju brojne uzroke. Verujem da sada postoji opšti konsenzus o sledećim neposrednim uzrocima. Prvo, niska štednja u SAD prvenstveno odslikava nisku ličnu štednju, ali i deficit budžeta. Drugo, visoka štednja u inostranstvu, posebno u Aziji – što je Ben Bernanke (2005) nazvao „prezasićenost štednje.“ Treće, niske strane direktne investicije, kako u Evropi, tako i u Aziji. Četvrto, snažna preferencija investitora ka imovini u SAD u odnosu na inostranu imovinu. Sva četiri faktora su potrebna za objašnjenje kombinacije stanja tekućeg bilansa, snažnog dolara, niske svetske realne kamatne stope i očigledno niskih očekivanih prinosa od imovine u SAD.⁴ U svrhu mog predavanja, važno je napomenuti da fiskalne politike, bilo SAD bilo drugih zemalja, iako nisu irelevantne, svakako ne predstavljaju glavni uzrok deficita tekućeg bilansa SAD. Odluke o privatnoj štednji i investicijama – na šta

³ Dobar pregled teorija i činjenica daje Cline (2005). Detaljnu analizu relativnih uloga štednje, investicija i portfolio tokova u Sjedinjenim državama i zemljama poveriocima pružaju Brender i Pisani (2007).

⁴ Za nastavak diskusije, posebno vidi Bernanke (2005), Blanchard, Giavazzi i Sa (2005), i Caballero, Farhi i Gourinchas (2006).

ponekad utiče politika, kao što je kombinacija kontrole odliva kapitala i akumulacija rezervi u Kini – donose se širom sveta.

Bankarski krediti, centralna poluga latinoameričkih deficita, skoro su beznačajni u slučaju deficita SAD. Struktura stranog vlasništva nad finansijskim sredstvima, kako u masi tako i u tokovima, prikazana je u tabeli 2. Struktura tokova se promenila tokom vremena, ali slika koju daju indikatori strukture ukupne količine je veoma jasna: u trećem kvartalu 2006. bruto udeo stranih ulaganja u imovinu SAD otprilike su iznosili 11 biliona dolara. Od toga, otprilike 40% je bilo u obliku korporativnih akcija i direktnih investicija – što je veoma drugačija slika u poređenju sa finansiranjem latinoameričkih deficita.

Tabela 2. Struktura inostranog vlasništva nad imovinom SAD (milijarde dolara). 2006.

	Tokovi	Obim
Ukupno	1.406	11.946
Kratkoročne državne obveznice	101	2.069
Državni udeli	111	1.371
Privatni udeli	-10	698
Korporativne akcije	112	2.601
Korporativne obveznice	377	2.596
Direktna ulaganja	185	2.018

Izvor: Tok sredstava. Odbor federalnih rezervi. Tabele F.107 i L.107. Obimi: „Ukupna finansijska imovina SAD u vlasništvu ostatka sveta“, zaključno sa trećim kvartalom 2006. Tokovi: „Neto kupovina finansijske imovine od strane ostatka sveta“, tokom prva tri kvartala 2006.

Bilo je mnogo razgovora o tome da li se iza tih tokova kapitala nalaze odluke investitora zasnovane na racionalnim očekivanjima. Ne dovodi se u pitanje činjenica da će, pre ili kasnije, deficit tekućeg bilansa morati da se smanji, i to će najverovatnije zahtevati značajnu realnu depresijaciju robe SAD. Iz tog razloga, ali i zbog niskih kamatnih stopa u SAD, jedan broj ekonomista smatra da su strani investitori bili suviše optimistični u vezi sa očekivanim povraćajem na imovinu SAD. Međutim, ukoliko investitori snažno preferiraju imovinu u SAD i ako pretpostavljaju da će stopa depresijacije biti pozitivna ali mala, onda su mnogo slabiji dokazi protiv racionalnih očekivanja. I zaista se čini da su tokom nekoliko proteklih godina finansijski investitori, pre nego ekonomisti, bili u pravu što se tiče jačine dolara.

Ukratko: čini se da „globalne neravnoteže“ prvenstveno proizilaze iz promena privatne štednje i investicija. U odsustvu snažnih dokaza, pretpostavka da su očekivanja racionalna ne čini se neprimerenom. To nas dovodi do pitanja postavljenog u ovom predavanju. Osim smanjenja deficita budžeta SAD – smanjenje za koje se zaista čini da je opravdano samo po sebi ali, po svim procenama, to bi stvorilo samo „pukotinu“ u deficitu tekućeg bilansa – da li vlada SAD (ili neka druga vlada) treba da cilja na dalje smanjenje preostalih neuravnoteženosti? Zašto, i ako treba, na koji način?

3. Polazni okvir

U ovom i narednim delovima usredsrediću se na sledeće specifično pitanje: pretpostavimo da je deficit tekućeg bilansa rezultat odluka privatne štednje i investicija. Pretpostavimo da su očekivanja racionalna. Da li bi vlada trebalo da interveniše, i ako treba, kako? Da bih to uradio, krećem od sledećeg polaznog okvira:

Model

Ekonomija funkcioniše – i ljudi žive – dva perioda. U svakom periodu ljudi izvlače koristi iz potrošnje dve vrste dobara, razmenljivih dobara i nerazmenljivih dobara, kao i iz slobodnog vremena.⁵

Korisnost se dobija putem

$$\max V \equiv U + \beta U'$$

gde je

$$U \equiv \log(c) + \phi \log(L)$$

i

$$\log(C) \equiv \frac{1}{2} \log(C_T) + \frac{1}{2} \log(C_N)$$

gde prvi izvod označava varijable drugog perioda, C_T i C_N označavaju potrošnju razmenljivih i nerazmenljivih dobara, respektivno, a L označava slobodno vreme. β je diskontni faktor.

Kao što je dobro poznato, log-log pretpostavke i implikacija jednakih intratemporalnih i intertemporalnih elastičnosti substitucije eliminišu jedan broj zanimljivih pitanja, posebno u pogledu putanje potrošnje razmenljivih dobara.⁶; ali su ipak valjane za zapažanja koja želim da navedem u ovom predavanju.

Ako se razmenljiva dobra uzmu kao brojilac, i ako se pojednostavljenja radi pretpostavi da je svetska kamatna stopa, kamatna stopa u smislu razmenljivih dobara, jednaka nuli, budžetsko ograničenje potrošača-radnika dobija se na osnovu:

⁵ Uvodim izbor rad-slobodno vreme jer kada kasnije uvedem poremećaje koji podrazumevaju da zaposlenost potencijalno nema direktne veze sa ponudom radne snage, želim da budem u mogućnosti da procenim trošak blagostanja od takvog poremećaja i da iz toga izvedem optimalnu politiku.

⁶ Vidi, na primer, Obstfeld i Rogoff (1996), 4-4, jednačina (34) i Dornbusch (1983).

$$qC_N + C_T + q'C_N + C'_T = A \equiv w(N_T + N_N) + w'(N'_T + N'_N) + \pi + \pi'$$

sa

$$N_T + N_N = \bar{L} - L, \quad N'_T + N'_N = \bar{L} - L'$$

gde je A ukupno bogatstvo, N_T i N_N označavaju zaposlenost u sektoru razmenljivih i nerazmenljivih dobara, q i w označavaju relativnu cenu nerazmenljivih dobara i nadnicu u odnosu na razmenljiva dobra, respektivno. π je profit. U ovom trenutku još nema vlade; kasnije ću je uvesti.

Na strani proizvodnje, konkurentne firme u sektorima razmenljivih i nerazmenljivih dobara maksimiziraju profit shodno sledećim funkcijama proizvodnje:

$$Y_T = N_T^a, \quad Y_N = N_N^a$$

sa sličnim jednačinama koje važe i za drugi period. Implicitno se pretpostavlja da je kapital fiksna, stoga u modelu ne postoji investiciona odluka. Usredsrediću se na deficit tekućeg bilansa koji proizilazi iz varijacija u štednji.

Ravnoteža

Ravnoteža zahteva da se u svakom periodu čisti tržište nerazmenljivih dobara i tržište rada. To nam daje četiri jednačine:

$$C_N = Y_N \Rightarrow \frac{1}{2} \frac{1}{1+\beta} \frac{1}{q} A = \left(\frac{w}{aq}\right)^{a/(a-1)}$$

$$C'_N = Y'_N \Rightarrow \frac{1}{2} \frac{\beta}{1+\beta} \frac{1}{q'} A = \left(\frac{w'}{aq'}\right)^{a/(a-1)}$$

i

$$N_T + N_N = \bar{L} - L \Rightarrow \left(\frac{w}{a}\right)^{1/(a-1)} + \left(\frac{w}{aq}\right)^{1/(a-1)} = \bar{L} - \frac{1}{1+\beta} \frac{\phi}{w} A$$

$$N'_T + N'_N = \bar{L} - L' \Rightarrow \left(\frac{w'}{a}\right)^{1/(a-1)} + \left(\frac{w'}{aq'}\right)^{1/(a-1)} = \bar{L} - \frac{\beta}{1+\beta} \frac{\phi}{w'} A$$

gde je

$$A = Y_T + Y'_T + qY_N + q'Y'_N$$

Četiri uslova ravnoteže su jednostavna: bogatstvo je jednako sadašnjoj diskontovanoj vrednosti outputa u smislu razmenljivih dobara. Rashodi za raz-

menljiva dobra, nerazmenljiva dobra, kao i rashodi u vezi sa slobodnim vremenom su proporcionalni bogatstvu. Ponuda nerazmenljivih dobara – ekvivalentno tražnji za radnom snagom u sektoru nerazmenljivih dobara – je opadajuća funkcija nadnica u smislu nerazmenljivih dobara; tražnja za radnom snagom u sektoru razmenljivih dobara je opadajuća funkcija realne nadnice u smislu razmenljivih dobara.

Ako je $\beta = 1$, (dakle, diskontna stopa je jednaka svetskoj kamatnoj stopi, tj. nuli), onda je ravnoteža ista u oba perioda, a tekući bilans je uravnotežen. Biće pojmovno pogodnije pretpostaviti da su u takvoj ravnoteži sve količine jednake jedinici tj. da je $C_i = Y_i = N_i = L = C'_i = Y'_i = N'_i = L' = 1$, za $i = T, N$. To zauzvrat zahteva da je $\bar{L} = 3$ i $\phi = a/2$. U svrhu našeg istraživanja, ova ograničenja su bezopasna. Takođe, u skladu sa ovim, $q = q' = l$ i $w = w' = a$. Podesno je uvesti da je $\tilde{w} \equiv w/a$, te je u početnom ekvilibrijumu $\tilde{w} = \tilde{w}' = 1$.

Povećano nestrpljenje i deficiti tekućeg bilansa

Razmotriću do kraja efekte povećanja nestrpljenja, $d\beta < 0$, počevši od $B = 1$. Potpuno isti analitički rezultati bi se dobili – uz manju razliku koju ću kasnije navesti – ako bih umesto toga sagledao smanjenje kamatne stope po kojoj zemlja može da pozajmljuje, $dr < 0$, počevši od $r = 0$ – eksperiment koji bi obuhvatio, na primer, deo onoga što se desilo u Portugaliji devedesetih godina. Ostali udari, na primer, predviđanje povećanja produktivnosti bilo u proizvodnji razmenljivih ili nerazmenljivih dobara u narednom periodu, doveli bi do različitih analitičkih rezultata, ali do istih opštih zaključaka o poremećajima i ulozi politike.

Smanjenje β vodi do dve preraspodele, intertemporalne i intratemporalne:

- Kada su nestrpljiviji, ljudi žele da potroše više, a rade manje u prvom periodu.
- Potrošnja nerazmenljivih i razmenljivih dobara se povećava. Potrošnja razmenljivih dobara se povećava više od potrošnje nerazmenljivih dobara. Linearna aproksimacija i rešavanje gornjih jednačina daju:

$$dC_N = \frac{1}{2} \frac{a}{3-2a} (-d\beta) > 0; \quad dC_T = \frac{1}{2} (-d\beta) > 0$$

- Zaposlenost se smanjuje (povećava se slobodno vreme). Povećava se zaposlenost u sektoru nerazmenljivih dobara, ali se zaposlenost u sektoru razmenljivih dobara smanjuje za više od:

$$dN = -\frac{1}{2} \frac{1}{3-2a} (-d\beta) < 0$$

$$dN_N = \frac{1}{2} \frac{1}{3-2a} (-d\beta) > 0; \quad dN_T = \frac{1}{3-2a} (-d\beta) < 0$$

- Cena nerazmenljivih dobara, q , raste. A to isto se dešava i sa nadnicom u sektoru razmenljivih dobara, \tilde{w} . Smanjuje se nadnica u sektoru nerazmenljivih dobara, \tilde{w}/q :

$$dq = \frac{3}{2} \frac{1-a}{3-2a} (-d\beta) > d\tilde{w} = \frac{1-a}{3-2a} (-d\beta) > 0$$

Realna potrošačka nadnica se povećava, $\tilde{w}\sqrt{q}$.

- Povećana tražnja i smanjena ponuda razmenljivih dobara vode ka deficitu tekućeg bilansa:

$$d(\text{deficit tekućeg bilansa}) = \frac{1}{2} \frac{3}{3-2a} (-d\beta) > 0$$

- Ovakvi zaključci se odnose i na suprotne trendove u drugom periodu.
- Kako se povećava stepen povraćaja od rada a , granica proizvodnje postaje manje konkavna i lakše je premeštati proizvodnju između sektora razmenljivih i nerazmenljivih dobara. Stoga se cena nerazmenljivih dobara i nadnice povećavaju, ali za manji iznos. Proizvodnja nerazmenljivih dobara se relativno više povećava, proizvodnja razmenljivih dobara se relativno više smanjuje, što vodi ka većem deficitu tekućeg bilansa.

Stoga, ravnotežna reakcija ukazuje na apresijaciju nakon koje sledi depresijacija i, shodno tome, smanjenje proizvodnje razmenljivih dobara koja se kasnije povećava. Deficit tekućeg bilansa u prvom periodu, usled veće potrošnje i manje proizvodnje razmenljivih dobara, se nadoknađuje suficitom tekućeg bilansa u drugom periodu.⁷

Jasno je da je ishod, pod pretpostavkama koje su do sada načinjene, prvi najbolji ishod i da nema potrebe, niti opravdanja za intervenciju vlade. Stoga se nameću sledeća pitanja: Koji su relevantni poremećaji u tom kontekstu? Kako utiču na ravnotežu? I koja je optimalna politika? U naredna tri dela ispitujem tri

⁷ Pod alternativnom pretpostavkom smanjenja kamatne stope, $dr < 0$, važile bi sve navedene jedinačine, gde dr zamenjuje $d\beta$. Jedina razlika je da dok smanjenje β nema efekta na bogatstvo A , smanjenje r povećava bogatstvo za $dA = -2dr$.

opšte smernice: potencijalnu ulogu rigidnosti nadnica ili cena u poremećaju prilagođavanja; potencijalnu ulogu finansijskih ograničenja u poremećaju prilagođavanja u sektoru razmenljivih dobara; implikacije, ukoliko postoje, mogućnosti iznenadnih zaustavljanja, pri čemu je zemlja ili odsečena od svetskih finansijskih tržišta ili mora plaćati znatno veću stopu prinosa.

4. Rigidnost nadnica i cena i deficit tekućeg bilansa

Tokom devedesetih godina, povećanje potrošnje u Portugaliji nije koincidiralo samo sa deficitom tekućeg bilansa, već i sa izuzetnim rastom outputa i značajnim povećanjem zaposlenosti. To je svakako u suprotnosti sa ishodom našeg polaznog okvira, pri kojem deficit tekućeg bilansa dolazi sa smanjenjem zaposlenosti.⁸

Rezultat polaznog modela je uopšteniji nego što se može učiniti u prvom trenutku. Isto bi važilo i za povećanje očekivane produktivnosti, što vodi ka povećanju bogatstva, a stoga i do povećanja i potrošnje i slobodnog vremena u prvom periodu. To ukazuje na potencijalnu ulogu rigidnosti nadnica i cena u poremećaju prilagođavanja: rast cena nerazmenljivih dobara i realne nadnice možda nije dovoljan da bi se ostvarila željena intratemporalna preraspodela između ta dva sektora.

Opadanje ekonomskih aktivnosti od 2000. godine ukazuje na drugu vrstu potencijalne rigidnosti nadnica i cena. U prvom najboljem slučaju, pretvaranje deficita tekućeg bilansa u prvom periodu u suficit tekućeg bilansa u drugom periodu zahteva smanjenje relativne cene nerazmenljivih dobara i realne nadnice. Pokazalo se da je teško ostvariti takvu realnu depresijaciju u Portugaliji, što ukazuje na situaciju poput opadajuće rigidnosti nadnica.

Postoje mnogi načini formalizovanja poremećaja nadnice i cena, a na kraju su pojedini te koje su bitne. U ovom delu, na početku samo pretpostavljam da se ni q niti \tilde{w} nikako ne prilagođavaju i stoga ostaju jednaki jedinici sve vreme. Pretpostavljam da je zaposlenost određena tražnjom za radnom snagom. Pretpostavljam, prema tome, da je u sektoru razmenljivih dobara tražnja određena maksimiziranjem profita, a da se u sektoru nerazmenljivih dobara tražnja za radom utvrđuje na osnovu tražnje za tim dobrima.⁹ Za kasnije ostavljam diskusiju o opadajućoj rigidnosti nadnica; ispostavlja se da su njihovi efekti sasvim razli-

⁸ Jedan od mnogih problema kod planiranja bilo kog modela u odnosu na podatke: početna stopa nezaposlenosti u Portugaliji (7% 1995. godine) je verovatno bila veća od prirodne stope u to vreme. Stoga su izvesna povećanja zaposlenosti tokom devedesetih godina verovatno bila opravdana.

⁹ Uobičajena racionalizacija bi bila da se pretpostave monopolistički konkurentne firme koje utvrđuju cene u sektoru nerazmenljivih dobara, koje su voljne da zadovoljavaju tražnju dokle god cena prevazilazi marginalni trošak. Eksplicitna formalizacija bi dakle uvodila dodatni poremećaj, naime, prisustvo monopolističkog povećanja cene proizvoda. U svrhu ovog predavanja taj poremećaj nije bitan, sve dok je povećanje cene proizvoda konstantno.

čiti od onih predstavljenih u ovom delu i da su tesno povezani sa efektima finansijskih ograničenja, o kojima se govori u narednom delu.

Ravnoteža

Pored pretpostavki da su $q = q' = 1$ i $\tilde{w} = \tilde{w}' = 1$, ravnoteža se dobija na osnovu uslova da se tržište nerazmenljivih dobara čisti u svakom periodu:

$$Y_N = C_N \quad \Rightarrow \quad Y_N = \frac{1}{2(1+\beta)} A$$

$$Y'_N = C'_N \quad \Rightarrow \quad Y'_N = \frac{\beta}{2(1+\beta)} A$$

gde je

$$A = 2 + Y_N + Y'_N$$

Output sektora nerazmenljivih dobara je određen tražnjom za tim dobrima, što je srazmerno bogatstvu. Bogatstvo je, s druge strane, jednako sumi outputa sektora razmenljivih i nerazmenljivih dobara tokom ta dva perioda. Ako je $\tilde{w} = \tilde{w}' = 1$, maksimiziranje profita u sektoru razmenljivih dobara podrazumeva konstantnu proizvodnju $Y_T = Y'_T = 1$.

Te dve jednačine zajedno određuju output nerazmenljivih dobara u oba perioda, pa tako i ukupni output i bogatstvo. Bogatstvo zauzvrat određuje potrošnju razmenljivih dobara u oba perioda, a shodno tome i stanje tekućeg bilansa.

Povećana nestrpljivost

Razmotrimo ponovo povećanje nestrpljivosti, smanjenje β . Usled rigidnosti nadnice i cene, samo jedan mehanizam sada funkcioniše - intertemporalna preraspodela:

- Ljudi ponovo žele da troše više, a rade manje u tekućem periodu.
- Potrošnja nerazmenljivih i razmenljivih dobara sada se povećava u istom iznosu. Označimo prve najbolje promene zvezdicom. Onda:

$$dC_N = \frac{1}{2}(-d\beta) > dC_N^* > 0; \quad dC_T = \frac{1}{2}(-d\beta) = dC_T^* > 0$$

Povećanje potrošnje razmenljivih dobara isto je kao i kod prvog najboljeg ishoda. Ali pošto se ne povećava cena nerazmenljivih dobara, povećanje potrošnje tih dobara je veće nego kod prvog najboljeg ishoda.

- Povećava se zaposlenost u sektoru nerazmenljivih dobara. Zaposlenost u sektoru razmenljivih dobara ostaje nepromenjena. Dakle, za razliku od prvog najboljeg ishoda, zaposlenost se povećava:

$$dN_N = \frac{1}{2a}(-d\beta) > dN_N^* > 0; \quad dN_T = 0 > dN_T^*$$

$$dN = -\frac{1}{2a}(-d\beta) > 0$$

- Povećana tražnja za razmenljivim dobrima, zajedno sa nepromenjenom ponudom, vodi ka deficitu tekućeg bilansa:

$$d(\text{deficit tekućeg bilansa}) = \frac{1}{2}(-d\beta) > 0$$

Pošto je povećanje tražnje za razmenljivim dobrima isto kao kod prvog najboljeg ishoda, a ponuda se ne smanjuje (dok se to dešava kod prvog najboljeg ishoda), deficit tekućeg bilansa je u stvari manji nego kod prvog najboljeg ishoda.¹⁰

- Sve promene imaju suprotan predznak u drugom periodu.

Dakle, ekonomija doživljava uspon sa deficitom tekućeg bilansa u prvom periodu, a pad sa suficitom tekućeg bilansa u drugom periodu. I uspon i pad su neefikasni. Radnici bi radije radili manje nego što rade u prvom periodu, a više nego što rade u drugom periodu.

Uloga politike?

Da li politika može da unapredi rezultat, i ako može, kako? Potpuni odgovor bi zahtevao drugo predavanje. Dopustite mi da ukratko kažem nešto o monetarnoj i poreskoj politici, a potom da se formalnije pozabavim potencijalnom ulogom državnih rashoda.

¹⁰ Ovaj rezultat ne može da izdrži uopštenije preferencije i možda ne bi bio valjan da su intertemporalna i intratemporalna elastičnosti supstitucije drugačije. Ali, opšti zaključak stoji da deficit tekućih bilansa ne bi trebalo da bude veći pod datim uslovima rigidnosti.

U zavisnosti od prave prirode rigidnosti, monetarna politika može da utiče na alokaciju blizu prvog najboljeg ishoda ili čak na samom prvom najboljem ishodu. Uzmite, na primer, slučaj u kom su nadnice fleksibilne, a rigidne su samo nominalne cene nerazmenljivih dobara (\tilde{w} je fleksibilno, a q je fiksno, izraženo u domaćoj valuti). U tom slučaju odgovarajuća nominalna apresijacija može ostvariti prvi najbolji q , a kao posledica toga, može da postigne alokaciju iz polaznog modela – čime se eliminišu i uspon i pad ekonomskih aktivnosti, uz omogućavanje deficita tekućeg bilansa i intertemporalne preraspodele. Uz rigidnost i nadnica i cena, monetarna politika u osnovi ne može istovremeno postići prve najbolje vrednosti q i \tilde{w} . Ali i dalje može unaprediti rezultat.¹¹

Međutim, za zemlje u evrozoni, kao što je Portugalija, monetarna politika nije raspoloživ instrument – bar u pogledu udara koji se odnose na određenu zemlju. Fokus se time pomera ka fiskalnoj politici. Ponovo, zbog prirode poremećaja, dovoljno „bogata“ grupa poreza, recimo porezi na nerazmenljiva dobra i rad, mogu ostvariti prvi najbolji ishod. Međutim, dopustite mi da se usredsredim na potencijalnu ulogu državnih rashoda.

Proširimo polazan model kako bismo dopustili da korisnost zavisi od državne potrošnje, prema:

$$U \equiv \log(C) + \phi \log(L) + \alpha \log(G)$$

gde je

$$\log G \equiv \frac{1}{2} \log(G_T) + \frac{1}{2} \log(G_N)$$

Takode, pretpostavimo da se svi državni rashodi finansiraju putem paušalnog oporezivanja. U cilju održanja jednostavnog odnosa da ako je $\beta = 1$, onda je ukupno postojano stanje proizvodnje jednako jedinici, ϕ sada mora da zadovolji $\phi = (1 + \alpha)a/2$, i tu pretpostavku činim u nastavku.

Usled simetrije tretmana privatne i državne potrošnje, jasno je da bi, u odsustvu poremećaja, optimalna fiskalna politika prosto bila određena na sledeći način:

$$G_i = \alpha C_i, i = T, N; \quad G_i' = \alpha C_i', i = T, N$$

tako da je za $\beta = 1$,

$$C = \frac{1}{1 + \alpha}, \quad G = \frac{\alpha}{1 + \alpha}$$

¹¹ To je dosta ispitana oblast u istraživanju optimalne monetarne politike u otvorenoj ekonomiji. Vidi, na primer, Devereux i Engel (2006).

Ovo ću nazvati „neutralnom“ komponentom fiskalne politike i usredsređiću se na odstupanja od takve komponente, koja se označava sa $dg_i, i = T, N$ i $dg'_i, i = T, N$ za prvi, odnosno, drugi period respektivno.

Vratimo se sada ulozi državne potrošnje u slučaju rigidnosti cena i nadnica. Usled simetrije efekata smanjenja β u prvom i drugom periodu, sledi da optimalna politika zadovoljava $dg'_N = -dg_N$ i $dg'_T = -dg_T$. Dakle, možemo se usredsrediti na utvrđivanje samo dg_N i dg_T .

Prelaskom na karakterizaciju ravnoteže, sada uz prisustvo države, dobija se:

$$dY_N = \frac{1}{2}(-d\beta) + dg_N, \quad dC_N = \frac{1}{2} \frac{1}{1+\alpha}(-d\beta),$$

$$dG_N = \frac{1}{2} \frac{\alpha}{1+\alpha} + dg_N$$

Povećanje državnih rashoda na nerazmenljiva dobra povećava output tog sektora u istoj meri. To nema uticaja na potrošnju nerazmenljivih dobara. Razlog zašto to ne utiče na potrošnju je odsustvo efekta bogatstva: očekuje se da će se svako povećanje dg_N nadoknaditi jednakim smanjenjem dg'_N . Takođe se očekuje da će se svako povećanje dY_N , podstaknuto većim dg_N , nadoknaditi jednakim smanjenjem dY'_N :

$$dY_T = 0, \quad dC_T = \frac{1}{2} \frac{1}{1+\alpha}(-d\beta) + dg_T$$

Povećanje državnih rashoda na razmenljiva dobra ne utiče ni na proizvodnju, niti na potrošnju razmenljivih dobara, te stoga utiče na deficit tekućeg bilansa po principu jedan-za-jedan. Razlog zašto to ne utiče na potrošnju je ponovo odsustvo efekta bogatstva. Očekuje se da će se svako povećanje dg_T nadoknaditi jednakim smanjenjem dg'_T .¹²

Dakle, pravi instrument za smanjenje neefikasnosti je svakako dg_N . Negativni dg_N u prvom periodu, povezan sa pozitivnim dg'_N u drugom periodu, omogućuje vladi eliminisanje rasta i pada ekonomskih aktivnosti. Negativni

¹² Ekstremni oblik nekih od tih rezultata ponovo zavisi od log-log ograničenja. Poruka o relativnim efektima dg_N i dg_T je, međutim, opšte važeća.

dg_T , koga prati pozitivni dg'_T , smanjio bi tekući bilans, ali bez uticaja na neefikasnost. To govori da optimalna politika treba da koristi samo dg_N i dg'_N .

I zaista, po kvadratnoj aproksimaciji u odnosu na funkciju korisnosti i linearnoj aproksimaciji u odnosu na uslove ravnoteže, optimalna politika se dobija putem:

$$dg_N = -\frac{\alpha(1+\alpha)}{2(\alpha + \alpha + a\alpha)}(-d\beta) < 0$$

Tom politikom se ne utiče na deficit tekućeg bilansa, ali se smanjuje rast ili pad ekonomskih aktivnosti.

Poruka iz ovog, prvog proširenja analize glasi da rigidnost cena i nadnica takođe mogu poremetiti alokaciju. Međutim, optimalna politika ne mora biti smanjenje deficita tekućeg bilansa. I zaista, u jednostavnom slučaju koji je ovde razrađen, ne utiče se na deficit tekućeg bilansa. Pitanje je da li bi asimetričniji oblici rigidnosti, kao što je opadajuća rigidnost nadnica, doveli do drugačijih zaključaka. Odgovor je da, a na to se vraćam kasnije.

5. Finansijska ograničenja i deficiti tekućeg bilansa

Prilagođavanje u prvom najboljem ishodu podrazumeva prvo smanjenje, a potom povećanje (jednako dvostrukom početnom smanjenju) outputa razmenljivih dobara. Postoji zabrinutost da zaista može biti teško da sektor razmenljivih dobara ostvari ekspanziju nakon dugog perioda apresijacije i niske proizvodnje.

Moguće je izvesti određen broj razloga za takvu situaciju. Interni troškovi prilagođavanja se ne dovode u pitanje: oni će zaista uticati na prilagođavanje i zauzvrat uticati na odluke u prvom periodu i na deficit tekućeg bilansa; ali, u odsustvu razmatranja drugih pitanja, ishod će i dalje biti prvi najbolji ishod i ne postoji uloga za vladinu politiku. Međutim, drugi poremećaji mogu biti relevantni. Krugman (1987) je naglasio, na primer, eksterno učenje kroz rad i činjenicu da dugi period niske proizvodnje može dovesti do permanentno niže produktivnosti. Drugi su naglasili finansijska ograničenja, činjenicu da sektor razmenljivih dobara ne može, nakon dugog perioda niskog profita, imati sredstva potrebna za kasnije ulaganje i povećanje proizvodnje.

Ovu ideju ispitujem tako što postavljam jednostavnu pretpostavku, iako u veoma pojednostavljenom obliku. Pretpostavljam da se proizvodnja razmenljivih dobara u drugom periodu dobija:

$$Y'_T = \min\left(Y_T \left(\frac{\tilde{W}'}{a}\right)^{\frac{a}{a-1}}\right)$$

Proizvodnja razmenljivih dobara je jednaka minimumu outputa pri kojem se maksimizira profit u drugom periodu i nivou proizvodnje tih dobara u prvom periodu. Što se tiče udara kog sagledavamo, naime povećanje nestrpljenja, ograničenje je obavezno, a output razmenljivih dobara u drugom periodu je stoga ograničen time da ne bude veći od outputa u prvom periodu.

Izvesno uopštavanje bi se moglo izvesti ako bi se omogućilo da se parametar ispred outputa iz prvog perioda razlikuje od jedinice; ali to nije neophodno. Grubo opravdanje za tu pretpostavku može biti sledeće: firme koje proizvode razmenljiva dobra mogu se zaduživati do izvesnog, višestrukog iznosa prihoda iz prvog perioda – koji je srazmeran outputu – da bi isplatile plate drugog perioda, koje su same po sebi srazmerne outputu drugog perioda. Eksplicitniju i detaljniju vezu sa mikro nivoom daju Caballero i Lorenzoni (2006): tokom perioda apresijacije, firme prave gubitke. Zbog finansijskih ograničenja, ti ih gubici mogu primorati da smanje nivo kapitala ispod nivoa efikasnosti, čime se ograničava oporavak u drugom periodu.

Drugo je pitanje da li firme u sektoru razmenljivih dobara internalizuju to ograničenje kada donose odluke o outputu u prvom periodu (i time se odlučuju za proizvodnju na višem nivou u prvom periodu kako bi umanjile ograničenje na proizvodnju u drugom periodu). To zavisi od toga da li ograničenje deluje na nivou firme ili na nivou čitavog sektora razmenljivih dobara. Pretpostavljam da ograničenje važi za sektor u celini (da postoji, na primer, segmentirano finansijsko tržište na kome mogu učestvovati samo firme koje proizvode razmenljiva dobra), i stoga firme ne internalizuju ograničenje prilikom donošenja odluka u prvom periodu.

Ravnoteža

Ravnoteža zahteva da se i tržište razmenljivih dobara i tržište rada čiste u svakom periodu, što nas dovodi do četiri uslova ravnoteže. Dopustite mi da na samom početku uvedem državu, kao pripremu za diskusiju o politici kasnije:

$$C_N + G_N = Y_N \quad \Rightarrow \quad \frac{1}{2} \frac{1}{1+\beta} \frac{1}{q} A + dg_N = \left(\frac{\tilde{w}'}{q}\right)^{a/(a-1)}$$

$$C'_N + G'_N = Y'_N \quad \Rightarrow \quad \frac{1}{2} \frac{1}{1+\beta} \frac{1}{q'} A + dg'_N = \left(\frac{\tilde{w}'}{q'}\right)^{a/(a-1)}$$

$$N_T + N_N = \bar{L} - L \quad \Rightarrow \quad \tilde{w}^{1/(a-1)} + \left(\frac{\tilde{w}}{q}\right)^{a/(a-1)} = \bar{L} - \frac{1}{1+\beta} \frac{1}{\tilde{w}} A$$

$$N'_T + N'_N = \bar{L} - L' \quad \Rightarrow \quad \tilde{w}'^{1/(a-1)} + \left(\frac{\tilde{w}'}{q'}\right)^{a/(a-1)} = \bar{L} - \frac{1}{1+\beta} \frac{1}{\tilde{w}'} A$$

gde je

$$A = (Y_T + Y'_T + qY_N + q'Y'_N) - (q dg_N + q' dg'_N + dg_T + dg'_T)$$

Ako ostavimo po strani dodatne uslove koji proizilaze iz prisustva fiskalne politike, jedina razlika između ovih jednačina i onih u polaznom modelu je u specifikaciji tražnje za radom u drugom periodu u sektoru razmenljivih dobara u četvrtoj jednačini: pod pretpostavkom da je ograničenje obavezujuće, tražnja za radom u drugom periodu je jednaka tražnji za radom u prvom periodu, i stoga zavisi od realnih nadnica u prvom, pre nego u drugom periodu.

Način na koji u to ulazi fiskalna politika je takođe jednostavan. dg_N i dg'_N direktno utiču na tražnju razmenljivih dobara, i direktno i preko efekta na bogatstvo. dg_T i dg'_T utiču na potrošnju i ponudu rada samo u meri u kojoj utiču na bogatstvo. To je ono što je prikazano u poslednjoj jednačini.

Povećano nestrpljenje

Razmotrimo sada efekte povećanja nestrpljenja, $d\beta < 0$, pretpostavljajući prvo da nema reakcije fiskalne politike, tako da su svi dg jednaki nuli. Onda:

- Baš kao i kod polaznog okvira, ljudi žele da vrše intertemporalnu supstituciju, da uživaju u većoj potrošnji i više slobodnog vremena u prvom periodu. Ali sada takođe uzimaju u obzir da manja proizvodnja razmenljivih dobara u prvom periodu podrazumeva manju proizvodnju istih dobara u drugom periodu, a time i manji dohodak u drugom periodu. To vodi ka smanjenju njihovog bogatstva, a time i do manje potrošnje i veće ponude rada u oba perioda.
- Shodno tome, povećava se tražnja za razmenljivim i nerazmenljivim dobrima, ali u oba slučaja za iznos manji nego kod prvog najboljeg ishoda:

$$dC_N + dG_N = dY_N = \frac{3-2a}{6}(-d\beta) > 0$$

$$dC'_N + dG'_N = dY'_N = \frac{3-2a}{6}(-d\beta) > 0$$

$$dC_T + dG_T = \frac{3-2a}{6}(-d\beta) > 0$$

$$dC'_T + dG'_T = \frac{3-2a}{6}(-d\beta) < 0$$

- Situacija se beleži u oba slučaja zbog rasta outputa nerazmenljivih dobara u prvom periodu, koji je manji nego kod prvog najboljeg ishoda, i zbog toga što je smanjenje ponude rada manje nego kod prvog najboljeg ishoda, smanjenje outputa razmenljivih dobara u prvom periodu takođe je manje nego kod prvog najboljeg ishoda. Pošto je ograničenje finansijskog tržišta obavezujuće, smanjenje outputa razmenljivih dobara u drugom periodu isto je kao i u prvom periodu.

$$dY_T = -\frac{a}{3}(-d\beta) < 0 \qquad dY'_T = -\frac{a}{3}(-d\beta) < 0$$

- Veća tražnja i manja ponuda razmenljivih dobara vodi ka deficitu tekućeg bilansa. Međutim, deficit tekućeg bilansa je ipak *manji* u poređenju sa prvim najboljim ishodom:

$$d(\text{deficit tekućeg bilansa}) = \frac{1}{2}(-d\beta) > 0$$

- Pošto je povećanje tražnje za nerazmenljivim dobrima manje nego kod prvog najboljeg ishoda, zbog toga su manji i inicijalna apresijacija i povećanje nadnica:

$$dq = \frac{1-a}{2}(-d\beta) > 0 \qquad dq' = \frac{1+a}{2}(-d\beta) < 0$$

$$d\tilde{w} = \frac{1-a}{3}(-d\beta) > 0 \qquad d\tilde{w}' = \frac{a+2}{3}(-d\beta) < 0$$

- Za razliku od prvog poremećaja, prilagođavanja u drugom periodu nisu slike u ogledalu onih u prvom periodu. Output razmenljivih dobara se smanjuje u oba perioda, a output nerazmenljivih dobara se povećava. Deficit tekućeg bilansa dolazi uz opadanje aktivnosti u sektoru razmenljivih dobara.

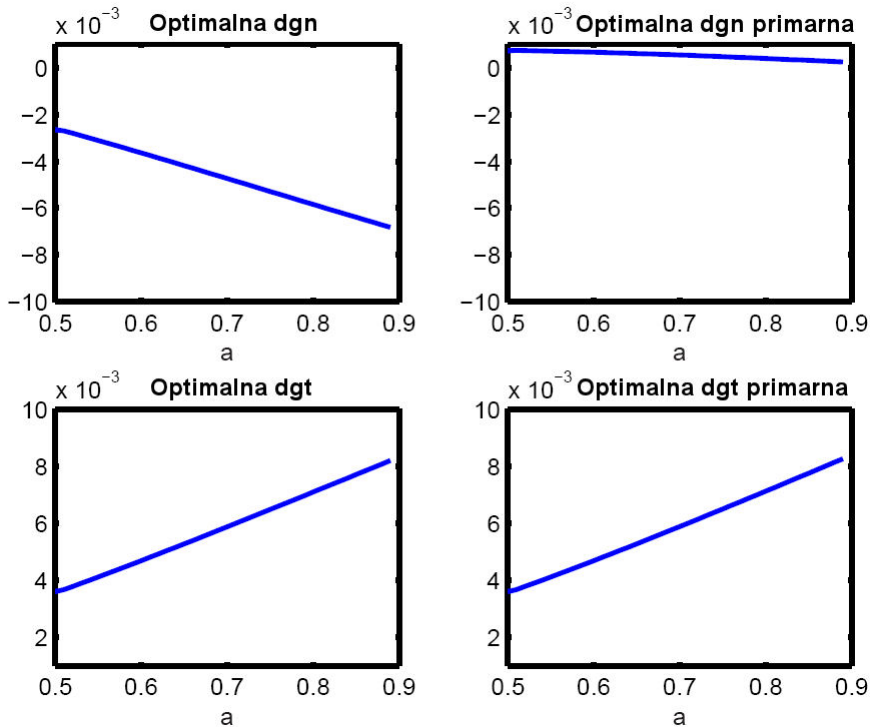
Pogrešna raspodela rada između ta dva sektora u drugom periodu dovodi do smanjenja bogatstva i do gubitka bogatstva prvog reda:

$$dA = -\frac{4}{3}(-d\beta) < 0 \qquad dV = -\frac{a(1+\alpha)}{6}(-d\beta) < 0$$

Optimalna fiskalna politika

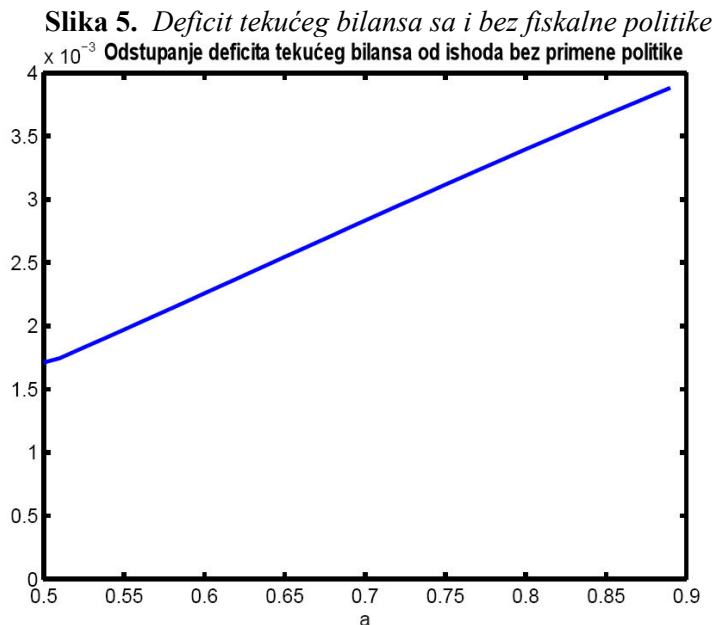
Na osnovu ovakvog rezultata, da li postoji uloga fiskalne politike? Intuicija govori da postoji: izvesno smanjenje G_N može smanjiti tražnju i proizvodnju nerazmenljivih dobara i, shodno tome, povećati proizvodnju razmenljivih dobara u prvom periodu, i posledično u drugom periodu. Povećanja G_T ili G'_T , dok nemaju nikakvo direktno dejstvo na proizvodnju razmenljivih dobara, smanjuju bogatstvo, a stoga i privatnu potrošnju, uključujući i potrošnju nerazmenljivih dobara. To ponovo povećava proizvodnju razmenljivih dobara u prvom periodu, a shodno tome, i u drugom periodu. Navedeno govori da optimalna politika uključuje smanjenja G_N i povećanja G_T i G'_T .

Slika 4. Optimalna fiskalna politika



To je zaista i slučaj. Slika 4 daje optimalne vrednosti dg (odstupanje od neutralne fiskalne politike) koje se dobijaju maksimiziranjem aproksimacije drugog reda u odnosu na funkciju korisnosti podložnu linearnoj aproksimaciji gore navedenih uslova ravnoteže. Slika daje vrednosti za $\alpha = 0,5$, dok se α kreće u rasponu od 0,5 do 0,9. Slika pokazuje da je optimalni dg_N negativan, optimalni dg'_N je blizu nule, i da su optimalni dg_T i dg'_T jednaki i pozitivni.

Slika 5 prikazuje odstupanje deficita tekućeg bilansa od vrednosti u odsustvu fiskalne politike. Primećujete da je deficit tekućeg bilansa u stvari veći u uslovima optimalne fiskalne politike (na primer, viši za 0,004 ako je $a = 0,9$). Razlog je taj što dok smanjenje državnih rashoda na nerazmenljiva dobra povećava proizvodnju razmenljivih dobara, optimalna politika takođe zahteva povećanje državnih rashoda na razmenljiva dobra, čime se direktno povećava deficit tekućeg bilansa. Taj rezultat vidim, ne kao glavnu posledicu, već ponovo kao upozorenje da prisustvo poremećaja ne zahteva neophodno politike usmerene ka smanjenju deficita tekućeg bilansa.



Poruka drugog proširenja je da, do stepena do kog su finansijska ograničenja bitna u sektoru razmenljivih dobara, zaista i postoji uloga politike u ograničavanju preraspodele u prvom periodu. Međutim, optimalna politika može, ali i ne mora smanjiti deficit tekućeg bilansa.

Koliko su važne odnosne imperfekcije finansijskih tržišta i koliko ograničavaju preraspodelu?¹³ Moglo bi se pretpostaviti da bi firme koje proizvode razmenljiva dobra u bogatim zemljama bile među onima sa najboljim pristupom finansijskim tržištima i stoga je manje verovatno da budu suočene sa finansijskim ograničenjima. Ali, koliko mogu reći, to ne znamo. Rad koji su nedavno objavili Calvo, Izquierdo i Talvi (2006) govori da su čak i u Argentini, nakon

¹³ To pitanje su istraživali, u drugačijem ali povezanom kontekstu, Caballero i Hammour (2005), koji su sagledavali da li recesije vode ka nestajanju niže produktivnosti naspram finansijski ograničenih firmi.

kolapsa i uz lošu organizaciju kreditnih tržišta, firme koje su proizvodile razmenljiva dobra bile su u mogućnosti da povećaju proizvodnju kao reakciju na (svakako veoma veliku) depresijaciju pezosu.

Dopustite mi da se ukratko vratim na jedno pitanje koje sam ostavio po strani u prethodnom delu, naime na posledice opadajuće rigidnosti nadnica. Pod pretpostavkom da se nadnica u sektoru razmenljivih dobara može povećati ali ne i smanjiti, ravnoteža veoma liči na ravnotežu koju sam upravo opisao. Kao reakcija na povećanje nestrpljenja, opadajuća rigidnost sprečava prvu najbolju preraspodelu proizvodnje: realna nadnica raste u prvom periodu, ali se ne može smanjiti u drugom periodu, vodeći ka manjoj proizvodnji kako razmenljivih, tako i nerazmenljivih dobara u drugom periodu. Pretpostavke manjih budućih prihoda, a stoga i manjeg bogatstva (u odnosu na prvi najbolji ishod), navode ljude da žele trošiti manje i raditi više u prvom periodu (ponovo u odnosu na prvi najbolji ishod). Rezultat je manji deficit tekućeg bilansa i rast ekonomskih aktivnosti u prvom periodu, kao i pad outputa sa suficitom tekućeg bilansa u drugom periodu.

Primećujete da se, pod ograničenjima finansijskih tržišta, tržište rada čisti u drugom periodu, ali se raspodela pomera prema sektoru nerazmenljivih dobara; pod uslovima opadajuće rigidnosti, tržište rada se ne čisti, a manja je i proizvodnja kako razmenljivih tako i nerazmenljivih dobara. Međutim, u smislu politike, zaključci su otprilike slični. Optimalna politika zahteva mere koje ograničavaju povećanje nadnica u prvom periodu putem smanjenja tražnje za nerazmenljivim dobrima ili ponude rada.

6. Izenadna zaustavljanja, poremećaji i politika

Mislim da se do sada nisam bavio glavnom brigom u glavi jednog broja ekonomista i kreatora politika, naime „izenadnim zaustavljanjima“. To je problem u kojem se zemlja odjednom može naći odsečena od svetskih finansijskih tržišta ili, što je realnije za zemlju poput SAD, u situaciji da strani investitori mogu odjednom zahtevati mnogo veću stopu povraćaja.¹⁴

Istorija daje puno primera iznenadnih zaustavljanja, nedavno i u Azijskoj krizi.¹⁵ Dobro se videlo da iznenadna zaustavljanja mogu dovesti do oštrih depresijacija, a ponekad i do naglih padova outputa. Ono što je manje jasno jeste kakva je uloga politike u odnosu na deficite tekućeg bilansa.

Jednostavno rečeno, mogućnost iznenadnih zaustavljanja, tj. volja – ili nedostatak volje – stranih investitora da daju pozajmice zemlji, ne predstavlja poremećaj sam po sebi, već samo izjavu o mogućnostima pozajmljivanja za od-

¹⁴ To je, na primer, tema na koju se vraća Nouriel Roubini u svojim komentarima na blogu o deficitu tekućeg bilansa SAD.

¹⁵ Azijska kriza zaista pokazuje da iznenadna zaustavljanja mogu da se dese čak i u odsustvu velikog deficita tekućeg bilansa.

ređenu domaću ekonomiju. Pod pretpostavkom racionalnih očekivanja, korisnici pozajmica će uzeti u obzir tu mogućnost i biti pažljiviji u pozajmljivanju. U odsustvu drugih poremećaja, rezultat će i dalje biti prvi najbolji ishod koji ne podrazumeva nikakvu ulogu politike. Drugačije rečeno, argument za politiku se mora oslanjati na interakciju iznenadnih zaustavljanja i specifičnih poremećaja – a u kontekstu ovog predavanja – na poremećaje koji se odnose na bogate zemlje sa dobro razvijenim finansijskim tržištima.

Ponoviću, tretiranje tog pitanja bi zahtevalo potpuno drugi rad. Ograničicu se na jednostavnu formalizaciju navedenih argumenata koristeći to kao osnovu za fokusiranu diskusiju.

Očigledno je nemoguće govoriti o iznenadnim zaustavljanjima u našem modelu sa dva perioda: otplata se vrši u drugom periodu u svakom slučaju. Stoga je prvi korak da se polazni model proširi na tri perioda, tako da:

$$V \equiv U + \beta''U''$$

gde se U definiše u odnosu na razmenljiva dobra, nerazmenljiva dobra i slobodno vreme na isti način kao i ranije. Prvo pretpostavimo da je $\beta' = \beta'' = 1$ i da je svetska kamatna stopa jednaka nuli, tako da je ravnoteža u svakom periodu ista kao i u početnom modelu.

Sada možemo uvesti mogućnost iznenadnih zaustavljanja, pretpostavljajući da je, u drugom periodu, zemlja odsečena od svetskih tržišta uz verovatnoću p . Jasno je da će verovatnoća iznenadnih zaustavljanja uticati na odluke o pozajmljivanju. Uzmimo ekstremni slučaj gde je $d\beta' = 0$ i $d\beta'' < 0$ i $p = 1$. U tom slučaju ljudi žele da pomere potrošnju sa trećeg na prva dva perioda, ali je svetsko tržište zatvoreno od drugog perioda na dalje. U ovom slučaju ljudi neće menjati svoje odluke o potrošnji, a deficit tekućih bilansa u prvom periodu jednak je nuli.

Rastuće nestrpljenje

Pretpostavimo da je $d\beta' = d\beta'' < 0$, dakle ljudi žele da pomere korisnost sa drugog i trećeg perioda na prvi. I pretpostavimo da je, u drugom periodu, zemlja odsečena od svetskih tržišta uz verovatnoću p – i otuda funkcije u autarkiji u trećem periodu ili uz verovatnoću $(1 - p)$, mogu nastaviti sa pozajmljivanjem po svetskoj kamatnoj stopi, $r = 0$. Onda možemo rešiti optimalnu potrošnju i ponudu rada putem posledica po deficit tekućeg bilansa:

- Deficit tekućeg bilansa u 1. periodu dobija se putem:

$$d \text{ (deficit tekućeg bilansa)} = \frac{1}{3+p} \frac{4}{2-a} (-d\beta')$$

Što je veća verovatnoća iznenadnog zaustavljanja, manje je početno povećanje potrošnje, manje je početno smanjenje proizvodnje i manji je početni deficit tekućeg bilansa.

- Označimo sa q'_c relativnu cenu nerazmenljivih dobara u 2. periodu ukoliko se desi iznenadno zaustavljanje (ako se svetsko tržište zatvori, dakle „c“ stoji za zatvoreno). Onda je:

$$dq = \frac{1}{3+p} \frac{4(1-a)}{2-a} (-d\beta) > 0$$

$$dq'_c = -dq = -\frac{1}{3+p} \frac{4(1-a)}{2-a} (-d\beta) < 0, \quad dq''_c = 0$$

Što je manja verovatnoća iznenadnog zaustavljanja, veća je početna apresijacija, a time je veća i depresijacija ako se zaista desi iznenadno zaustavljanje.

Pozitivna verovatnoća iznenadnog zaustavljanja i, sa tim povezane, velike depresijacije, predstavljaju jasan razlog zašto ekonomiste brine deficit tekućeg bilansa. Da li su u pravu?

Prvo, jasno je da danas, u slučaju SAD, finansijska tržišta ne daju veliku verovatnoću takvom razvoju situacije. Pozitivna verovatnoća iznenadnog zaustavljanja trebalo bi da se odslika na strukturu rokova koji se kreću prema gore – bar u odnosu na „svetsku strukturu rokova“. U ovom modelu se, definisanjem kratkoročne stope kao kamatne stope za razmenljiva dobra između 1. perioda i 2. perioda, i dugoročne stope kao kamatne stope u smislu razmenljivih dobara između 1. perioda i 3. perioda, nagib krive ročnosti dobija na osnovu:

$$r_L - r_S = \frac{p}{3+p} (-d\beta) \geq 0$$

Stoga se povećava kod p . Za razliku od toga, jedna od karakteristika tekuće ročne strukture SAD je ta što je iznenađujuće ravna (tzv. „Grinspanov problem“).

Drugo i uopštenije, u odsustvu drugih poremećaja, ravnoteža koju smo upravo okarakterisali predstavlja prvi najbolji ishod i stoga nema razloga da dr-

žava interveniše. Stoga, mora biti da su ekonomisti zabrinuti za interakciju između oštre depresijacije i poremećaja.

Iz latinoameričkog i azijskog iskustva smo naučili da takvi poremećaji zaista mogu biti prisutni. Finansijske imperfekcije pre mogu dovesti do kontrakcije, nego do ekspanzije sektora razmenljivih dobara, kao reakcija na depresijaciju.¹⁶ Bitno pitanje za ovo predavanje je da li su faktori koji su imali glavnu ulogu u Latinskoj Americi i Aziji relevantni za bogate zemlje, posebno za SAD, gde se deficit tekućeg bilansa finansira putem direktnih investicija, akcija i obveznica u sopstvenoj valuti, pre nego bankarskih pozajmica. Prvi odgovor mora biti da su mnogo manje relevantni, ukoliko su uopšte i relevantni.

Imperfekcije finansijskih tržišta, u odnosu na kretanja koja su ispitana u prethodnom delu, međutim, mogu da budu bitne. Reagujući na oštru i delimično neočekivanu depresijaciju, sektor razmenljivih dobara može se suočiti sa finansijskim ograničenjima i biti ograničen u mogućnostima povećanja outputa. To vodi do formalizacije koja kombinuje iznenadna zaustavljanja sa poremećajima finansijskih tržišta. Ne vidim razlog da se očekuju drastično drugačiji rezultati od onih dobijenih u prethodnom delu. Sada postoji argument za korišćenje politike kako bi se ograničio pad outputa razmenljivih dobara u prvom periodu; međutim, i dalje nije jasno da optimalna politika podrazumeva smanjenje deficita tekućeg bilansa.

Ovo su samo usputne napomene, a dobro bi bilo da se napravi dublja teorijska analiza za slučaj smanjenja deficita. Navedeni okvir možda pruža korisnu početnu tačku. Verujem da je pošteno reći da je slučaj manje očigledan, kako na teorijskoj tako i na empirijskoj osnovi, nego što su ga zagovornici prikazali.

7. Vraćanje na evrozonu i na globalne neravnoteže

Ovo predavanje je otišlo korak unazad u odnosu na tekuće debate o politici i sagledalo je slučaj za intervenciju politike u odnosu na velike deficite tekućeg bilansa u bogatim zemljama. Navedeno je nekoliko jednostavnih metodoloških zapažanja: slučaj za intervenciju se mora oslanjati na prisustvo poremećaja. Eksplicitno mora da se kaže koji su to poremećaji i koja se intervencija zahteva. Što se tiče poremećaja koje sam sagledao, optimalna politika obično nije uključivala smanjenje deficita tekućeg bilansa.

To je veliki skok od primera koje sam razradio u proceni optimalne politike u odnosu na deficite u okviru evrozone ili u poređenju sa tekućim „globalnim neravnotežama“. Glavna svrha mog predavanja je bila da se podstakne istraživanje kako bismo na kraju došli do toga. Ali suviše je veliko iskušenje sada

¹⁶ To je veoma dobro ispitano područje. Radi jednostavne, ali formalne diskusije, vidi, na primer, Caballero i Krishnamurthy (2002).

ne pokušati to uraditi, pa se tome neću opirati. Uobičajene odredbe se i dalje primenjuju.

Deficiti tekućih bilansa u evrozoni

U slučaju zemalja evrozone, čini se da bi glavni poremećaji bili rigidnost nadnica i cena. Te rigidnosti su svakako prisutne, i zajedno sa fiksnim deviznim kursom, utiču na prilagođavanje realnih nadnica i relativnih cena.

Prisutnost rigidnosti zauzvrat podrazumeva ulogu fiskalne politike i korišćenje državnih rashoda. Specifičan oblik fiskalne politike zavisi od specifičnog oblika rigidnosti, na primer, da li je ili nije rigidnost nadnica simetrična. U današnjem okruženju niske inflacije, nominalne nadnice mogu više biti rigidne nadole. Svakako da na tome još treba da se radi, kako na stvarnoj prirodi rigidnosti, tako i na posledicama politike. Ipak, uradio sam, što je jednostavnije moguće, analitičko ispitivanje koje ukazuje na dve važne stvari, o kojima se nedovoljno govori u tekućoj debati o evropskoj politici:

Prva je potencijalno važna uloga aktivne fiskalne politike. Svakako se može desiti da za sada prioritet bude smanjenje budžetskih deficita, kako bi se obnovio raspon manevra koji je potreban fiskalnoj politici da optimalno funkcioniše. Ali treba više da razmislimo o korišćenju tog raspona kada postane dostupan.

Drugo je to da, iako fiskalna politika može pomoći, ona predstavlja slab instrument, a ishod može i dalje biti daleko od prvog najboljeg. Time se snažno zagovara da vlade ne treba da prihvataju rigidnost nadnica i cena kao date. I zaista, bolji način razmišljanja o makroekonomskoj politici pojedinih zemalja u kontekstu zemalja u zajedničkoj valutnoj zoni je da se razmisli o zajedničkom korišćenju politika nadnica i fiskalnih politika.

Ovo nije uobičajeni poziv za smanjenje „rigidnosti tržišta rada“ ili za veću „fleksibilnost nadnica“. Ovo je poziv za boljom koordinacijom prilagođavanja nadnica i fiskalnih pozicija. Zasnovan je na sagledavanju toga da bi Portugaliji bilo bolje da je kombinovala *kontrakcionu fiskalnu politiku i rast nadnica* tokom devedesetih godina umesto *ekspanzivne fiskalne politike i smanjenja zarada* tokom 2000-tih.

Kako je to moglo da se ostvari u Portugaliji? Da li bi to moglo da se ostvari u Španiji ili u nekoj drugoj zemlji koja doživljava izuzetan rast tražnje na osnovu specifičnih okolnosti u nacionalnoj privredi? Niko u to ne može biti siguran, ali vlade treba da pokušaju. Verujem da, u evropskom kontekstu, to zahteva centralizaciju informacija i dogovora, pri čemu socijalni partneri redovno komuniciraju i eventualno dogovaraju o makroekonomskoj situaciji i merama koje treba preduzeti. Prisustvo takve strukture pregovaranja je svakako samo neophodan uslov: možda nije postojala saglasnost u Portugaliji devedesetih godina o tome šta je trebalo da se uradi, isto kao što ne postoji saglasnost o onome

što danas treba da se uradi. Ali, postojanje takve strukture sigurno povećava šanse za uspeh. Svakako je mnogo teže, ako ne i nemoguće, uspostaviti takvu strukturu kada početno prilagođavanje zahteva od radnika prihvatanje smanjenja nadnica – kao što je to danas slučaj u Portugaliji. Iz tog razloga, struktura mora da se uspostavi pre nego što kriza nastane, i iz istog razloga to vidim kao prioritet zemalja evrozone.

U odsustvu takvih struktura, težina prilagođavanja će pasti samo na jedan instrument, fiskalnu politiku. Ovaj instrument je ograničen u vezi sa efektima koje može proizvesti. I može lako da se zloupotrebi. U prvoj polovini 2000-tih, Portugalija je pokušala da ograniči pad privrednih aktivnosti putem fiskalne ekspanzije i povećanja fiskalnog deficita, što svakako nije pravi instrument kada se problem odnosi na eksternu tražnju. Ista se opasnost nazire i u Španiji, gde kreatori politike govore o korišćenju fiskalne ekspanzije, ako i kada se poveća domaća tražnja. Ono što će biti potrebno je depresijacija i povećanje eksterne tražnje. Korišćenje fiskalne ekspanzije će samo odložiti neophodno prilagođavanje.

Globalne neravnoteže

U slučaju globalnih neravnoteža, glavne zemlje koje su uključene nisu ograničene režimima deviznog kursa (Kina ima slobodan izbor - fiksirati devizni kurs ili ne), pa se rigidnost nadnica i cena čini manje bitnim. Pored toga, teško je zamisliti finansijske imperfekcije koje bi sprečile značajno povećanje outputa razmenljivih dobara SAD kao reakcija na depresijaciju. Dakle, osim ako sam prevideo neke ključne imperfekcije, preliminarni odgovor bi bio da su slabi argumenti za intervenciju vlade u SAD ili nekoj drugoj zemlji.

To je međutim, samo preliminarni odgovor. Razlog je taj što su sama pomeranja privatne štednje i privatnih investicija, koja su u osnovi tekućih neravnoteža, delimično i sama prouzrokovana poremećajima. Na primer, visoka štednja u Kini delimično odražava nedostatak penzijskog i zdravstvenog osiguranja i zato kod Kineza postoji štednja iz predostrožnosti.¹⁷ Niske investicije u nekim delovima Azije odražavaju loše finansijsko posredovanje. Niska štednja u SAD delimično odražava negativnu javnu štednju; privatna štednja je možda zasnovana na pogrešnim očekivanjima u vezi sa penzionim beneficijama i zdravstvenoj zaštiti.

Svakako je poželjno smanjenje tih poremećaja, ili u krajnjem slučaju, smanjenje budžetskog deficita: Kina bi trebalo da pruži bolje penzijsko i zdravstveno osiguranje svojim građanima i to bi povećalo njihovo blagostanje. Vlada SAD bi trebalo da smanji svoj budžetski deficit itd. Takve promene politike zaista mogu da smanje neravnoteže: do mere u kojoj obezbeđivanje osiguranja sma-

¹⁷ Vidi, na primer, Blanchard i Giavazzi (2006).

njuje štednju, a povećava internu potrošnju, Kina može uvideti da mora smanjiti eksternu tražnju kroz apresijaciju kineskog renminbija, što bi smanjilo kineski suficit tekućeg bilansa. Dok budu smanjivale svoj fiskalni deficit, SAD mogu uvideti da održavanje outputa na prirodnom nivou zahteva smanjenje kamatnih stopa i depresijaciju dolara, što vodi ka smanjenju deficita tekućeg bilansa. Međutim, svrha tih reformi bi trebalo da bude smanjenje poremećaja, a ne smanjenje deficita tekućeg bilansa samo po sebi.

To dovodi do poslednjeg pitanja i centralnog pitanja za MMF. Da li postoji snažna osnova za koordinaciju takvih promena i reformi među zemljama? Mislim da je odgovor ne, međutim, uz upozorenje na koje ću se kasnije vratiti. U osnovi je u interesu svake zemlje da sprovede takve reforme, bez obzira na to da li se druge zemlje upuštaju u sopstvene reforme. U interesu je Kine da obezbedi bolje osiguranje i zdravstvenu negu svojim građanima bez obzira na to da li SAD smanjuju svoj budžetski deficit. U interesu je SAD da smanje svoj budžetski deficit bez obzira na to da li Azija unapređuje svoj sistem finansijskog posredovanja. Ova prilagođavanja će zahtevati prilagođavanja deviznog kursa i kamatnih stopa; ali njih mogu ostvariti nacionalne centralne banke putem monetarne politike. Čini se da je slučaj međunarodne koordinacije, bar na ekonomskoj osnovi, slab. Navedeno upozorenje je metodološko, u skladu sa opštim argumentom ovog predavanja: svet koji vidimo je u velikoj meri drugi najbolji svet u kojem bi, bar u principu, uklanjanje nekih poremećaja, a ne drugih, moglo pogoršati stvari. Ne mogu da se setim nijednog realnog primera u tom kontekstu, ali je teško dokazati da ne postoje. Još jednom, bliže sagledavanje poremećaja i razrada njihovih posledica su neophodni da bi unapredili naše znanje.

Literatura

- Bernanke, Ben, 2005, "The global saving glut and the U.S. current account deficit," Sandridge Lecture, Virginia Association of Economics, Richmond, Virginia (mart)
- Blanchard, Olivier, 2006a, "Adjustment within the Euro: The difficult case of Portugal," MIT Working Paper, forthcoming, *Portuguese Economic Journal*
- Blanchard, Olivier, and Francesco Giavazzi, 2006, "Rebalancing growth in China. A three-handed approach," *China and the world economy*, 14(4):1-20 (juli-avgust)
- Blanchard, Olivier, Francesco Giavazzi, and Filipa Sa, 2005, "International investors, the U.S. current account, and the dollar," *Brookings Papers on Economic Activity* (proleće)
- Brender, Anton, and Florence Pisani, 2007, "Les déséquilibres financiers internationaux", La Découverte, Pariz
- Caballero, Ricardo, Emmanuel Farhi, and Pierre-Olivier Gourinchas, 2006, "An equilibrium model of "global imbalances" and low interest rates," MIT working paper 06-02 (januar)
- Caballero, Ricardo, and Mohamad Hammour, 2005, "The cost of recessions revisited: A reverse-liquidationist view," *Review of Economic Studies*, 72:313-341 (april)

- Caballero, Ricardo, and Arvind Krishnamurthy, 2002, "A dual liquidity model for emerging markets," *American Economic Review*, 92(2):33-37 (maj)
- Caballero, Ricardo, and Guido Lorenzoni, 2006, "Persistent appreciations, overshooting, and optimal exchange rate interventions," mimeo MIT (oktobar)
- Calvo, Guillermo, Alejandro Izquierdo, and Ernesto Talvi, 2006, "Phoenix miracles in emerging markets: Recovering without credit from systemic financial crises" NBER working paper 12101 (mart)
- Cline, William, 2005, *The United States as a Debtor Nation*, Institute for International Economics, Washington DC.
- Devereux, Michael, and Charles Engel, 2006, "Expenditure switching versus real exchange rate stabilization: Competing objectives for exchange rate policy," NBER working paper 12215 (maj)35
- Dornbusch, Rudiger, 1983, "Real interest rates, home goods, and external borrowing," *Journal of Political Economy*, 91-1:141-153
- Edwards, Sebastian, 2002, "Does the current account matter?" in *Preventing currency crises in emerging markets* Sebastian Edwards and Jeffrey Frankel eds, University of Chicago Press, 21-75
- Krugman, Paul, 1987, "The narrow moving band, the Dutch disease, and the competitive consequences of Mrs Thatcher," *Journal of Development Economics*, 27:41-55
- Obstfeld, Maurice, and Kenneth Rogoff, 1996, *Foundations of international macroeconomics*, MIT Press 36

Prevod: Miroslava Filipović, Emilija Beker, Nataša Mioković