NIKOLA FABRIS
IGOR PEJOVIĆ

EKONOMSKA POLITIKA

TEORIJA I PRAKSA

Naslov:
Ekonomska politika – Teorija i praksa –

Autori::
Nikola Fabris i Igor Pejović

Izdavač:
Visoka škola strukovnih studija za ekonomiju i upravu
Beograd, Imotska, tel: 011 24 62 623, E-mail office@rafin.edu.rs

CIP - Каталогизација у публикацији
Народна библиотека Србије, Београд

Za izdavača:

Lektura:

Dizajn i prelom:
Novo Bojičić

Tiraž:

Štampa:

ISBN:

VISOKA ŠKOLA STRUKOVNIH STUDIJA
ZA EKONOMIJU I UPRAVU

Nikola Fabris
Igor Pejović

EKONOMSKA POLITIKA
– TEORIJA I PRAKSA –

Beograd, 2013.

UVODNE NAPOMENE

Knjiga „Ekonomska politika – teorija i praksa“ predstavlja kako rezultat teorijskog izučavanja autora, tako i rezultat praktičnog bavljenja ekonomskom politikom. U knjizi smo nastojali da prikažemo različite poglede na ekonomsku politiku, ostavljajući mogućnost čitaocu i da sam izvuče zaključke o efikasnosti i primenljivosti pojedinih koncepcija.

Stav autora knjige je da nije moguće jednom zauvek formirati univerzalnu koncepciju ekonomske politike, već da se kroz istoriju smenjuju pojedine koncepcije. Tako je do Velike ekonomske krize preovladavala klasična koncepcija koja je davala primat tržištu i bazirala se na liberalnoj politici. Nakon Velike ekonomske krize koja je pokazala svu neefikasnost tržišta kao samouravnotežujućeg mehanizma, primat preuzima kejnzijanizam i usledile su godine intervencionističke ekonomske politike. Kao posledica istovremenog rasta inflacije i nezaposlenosti krajem šezdesetih godina prošlog veka, dolazi do kraha kejnzijanizma i primat preuzimaju monetarističko-klasičarske koncepcije, koje su bile preovladjujuće do globalne finansijske krize. Tada ponovo dolazi do zaokreta ka kejnzijanskim koncepcijama i intervencionističke ekonomske politike.

Ekonomska istorija nas uči da u početku primene nova koncepcija ekonomske politike daje pozitivne rezultate, jer dolaze do izražaja njeni pozitivni aspekti. Medjutim, tokom godina ona biva sve manje uspešna, odnosno veći efekat imaju negativni u odnosu na pozitivne aspekte i u jednom trenutku postojeća koncepcija ekonomske politike biva zamenjena novom. To nas navodi na zaključak da većina koncepcija ekonomske politike ima dosta slabosti i da je potreban značajan rad na unapredjenju postojećih koncepcija ekonomske politike.

U knjizi postoje dve dimenzije: teorijska u kojoj se ekonomska politika analizira sa teorijskog aspekta i empirijska koja pokazuje kako se ekonomska politika sprovodi u praksi. Zbog toga knjiga ima veliki broj primera iz prakse, grafikona, boksova i sl.

Knjiga se sastoji od tri dela, sa šest poglavlja. **Prvi deo** nosi naziv: **Pojam i teorijske koncepcije ekonomske politike** i obuhvata dva poglavlja koja se bave pojmom, ciljevima, instrumentima ekonomske politike, ali daje i kratak pregled istorije ekonomske misli, hronološki prikaz najznačajnijih pogleda na ekonomsku politiku i osnovne karakterisitike savremenih makroekonomskih škola (kejnzijanizam, monetarizam, ekonomija ponude, nova klasična makroekonomija i novi kejnzijanci).

Drugi deo nosi naziv: **Monetarna i fiskalna politika** i obuhvata dva poglavlja posvećena monetarnoj i fiskalnoj politici, kao ključnim komponentama ekonomske politike. U trećoj glavi obrađena su pitanja pojma, ciljeva i instrumenata monetarne politike, istorijata, uloge i funkcija centralne banke, nezavisnosti centralne banke, kao i pitanja režima monetarne politike i njenje transparentnosti. U četvrtoj glavi analizirana su pitanja pojma, ciljeva i efekata fiskalne politike, diskrecione politike i ugrađenih stabilizatora, anticiklične fiskalne politike, fiskalnog deficita i suficita, kao i ključne funkcije vezane za održivi razvoj, ekonomski rast, socijalnu stabilnost i ravnomerni regionalni razvoj.

Treći deo nosi naziv: **Praktični aspekti ekonomske politike** i obuhvata dva poglavlja posvećena ekonomskoj politici u kriznim uslovima i ekonomskoj politici Srbije. U petoj glavi su obrađena pitanja uzroka pojava kriza, njihovih posledica, kao i kakve ekonomske politike treba voditi u kriznim uslovima. U šeštoj glavi je analizirana monetarna i fiskalna politika Srbije.

Knjigu smo namenili širokoj čitalačkoj publici i nadamo se da će ona biti korisna kreatorima ekonomske politike, istraživačima, studentima, ali i običnim građanima zainteresovanim da saznaju više o praktičnim i teorijskim aspektima ekonomske politike.

Beograd, septembar 2013.

Autori:

Nikola Fabris

Igor Pejović

SADRŽAJ

I DEO

POJAM I TEORIJSKE KONCEPCIJE EKONOMSKE POLITIKE 15

I GLAVA

POJAM EKONOMSKE POLITIKE 17
1.1. POJAM I ELEMENTI EKONOMSKE POLITIKE 18
1.2. CILJEVI EKONOMSKE POLITIKE 22
1.3. INSTRUMENTI EKONOMSKE POLITIKE 26

II GLAVA

RAZVOJ TEORIJSKIH KONCEPCIJA EKONOMSKE POLITIKE 31
2.1. RANE KONCEPCIJE EKONOMSKE POLITIKE 32
2.2. KONCEPCIJE EKONOMSKE POLITIKE OD XV DO XX VEKA 37
2.3. SAVREMENE KONCEPCIJE EKONOMSKE POLITIKE 43
2.3.1. Kejnzijanizam 43
2.3.2. Monetarizam 48
2.3.3. Ekonomija ponude 54
2.3.4. Nova klasična makroekonomija 61
2.2.5. Novi kejnzijanci i tržišne rigidnosti 67

II DEO

MONETARNA I FISKALNA POLITIKA 75

III GLAVA

KARAKTERISTIKE SAVREMENE MONETARNE POLITIKE 77
3.1. CENTRALNA BANKA 78
3.2. CILJEVI MONETARNE POLITIKE 82
3.2.1. Finansijska stabilnost kao cilj centralnih banaka 85
3.3. OSNOVNE KARAKTERISTIKE INSTRUMENATA MONETARNE POLITIKE 88
3.3.1. Operacije na otvorenom tržištu 89
3.32. Obavezna rezerva 90
3.3.3. Krediti centralne banke poslovnim bankama 92

3.3.4. Referentna kamatna stopa 94
3.3.5. Direktni instrumenti monetarne politike 94
3.4. NEZAVISNOST CENTRALNE BANKE 94
3.5. OSNOVNA OBELEŽJA SAVREMENE MONETARNE POLITIKE 97
3.6. REŽIMI MONETARNE POLITIKE 100
3.6.1. Intermedijarni targeti monetarne politike 102
3.6.2. Targetiranje deviznog kursa 104
3.6.3. Targetiranje monetarnih agregata 107
3.6.4. Targetiranje inflacije 110
3.6.5. Targetiranje nominalnog društvenog proizvoda 116
3.6.6. Dolarizacija 117
3.6.7. Zaključno razmatranje 124
3.7. TRANSPARENTNOST MONETARNE POLITIKE 125
3.8. NOVE TENDENCIJE U MONETARNOJ POLITICI 129
3.8.1. Šta znamo o monetarnoj politici danas 129
3.8.2. Šta možemo očekivati u budućnosti 131

IV GLAVA

FISKALNA POLITIKA 137
4.1. POJAM FISKALNE POLITIKE 138
4.2. JAVNI PRIHODI I JAVNI RASHODI 138
4.2.1. Javni prihodi 138
4.2.2. Javni rashodi 140
4.3. CILJEVI FISKALNE POLITIKE 141
4.4. BUDŽET I BUDŽETSKI DEFICIT/SUFICIT 146
4.5. DISKRECIONA FISKALNA POLITIKA VERSUS UGRAĐENI STABILIZATIORI 150
4.6. EFEKTI FISKALNE POLITIKE 151
4.6.1. Fiskalna politika protiv recesije 153
4.6.2. Fiskalna politika protiv inflacije 155
4.7. EFEKTI BUDŽETSKOG DEFICITA 156
4.8. FISKALNA KONSOLIDACIJA 159
4.9. FISKALNA ODGOVORNOST I FISKALNA PRAVILA 164

III DEO

PRAKTIČNI ASPEKTI EKONOMSKE POLITIKE 173

V GLAVA

EKONOMSKA POLITIKA U KRIZNIM USLOVIMA 175
5.1. O FINANSIJSKIM KRIZAMA UOPŠTE 176
5.2. GLOBALNA FINANSIJSKA KRIZA 179
5.2.1. Izmenjen finansijski sistem kao klica tekuće krize 179
5.2.2. Globalna finansijska kriza 181
5.3. MONETARNA POLITIKA U KRIZNIM USLOVIMA 188

VI GLAVA

EKONOMSKA POLITIKA SRBIJE 197
6.1. UTICAJ KRIZE NA SRBIJU 198
6.2. MONETARNA POLITIKA SRBIJE 201
6.2.1. Monetarni režim Srbije 201
6.2.2. Zaključna razmatranja 209
6.3. FISKALNA POLITIKA SRBIJE 210
LITERATURA 217

I DEO

POJAM I TEORIJSKE KONCEPCIJE EKONOMSKE POLITIKE

I GLAVA

POJAM EKONOMSKE POLITIKE

Cilj prve glave

Cilj prve glave je da saznate sledeće:

- **Šta je to ekonomska politika**
- **Šta su ciljevi ekonomske politike**
- **Koji su najznačajniji instrumenti ekonomske politike**

1.1. POJAM I ELEMENTI EKONOMSKE POLITIKE

Osnovni cilj ekonomske politike svake zemlje je ekonomski rast i razvoj. Ipak, treba imati u vidu da pojam ekonomska politika označava dve različite, ali međusobno povezane pojave. Prvo, ona predstavlja skup mera i instrumenata države, kojima se usmeravaju privredni subjekti radi ostvarenja određenih ekonomskih ciljeva. Drugo, to je zasebna naučna disciplina koja ocenjuje materijalne i društvene pretpostavke ekonomske politike, njene alternativne mere i efekte.

Specifičnost ekonomske politike u odnosu na ostale ekonomske nauke je njena aplikativnost, što znači da se teorijska saznanja verifikuju preko rezultata akcija preduzetih u praksi. Teorija ekonomske politike se gradi polazeći sa jedne strane od principa makroekonomije, a sa druge strane polazeći od karakteristika ekonomskog sistema, privredne prakse i potreba rasta i razvoja konkrente zemlje.

Reč ekonomska politika je složenica koja vodi poreklo od reči politikos sa značenjem **veština i način vladanja državom, odnosno delatnost javnog odlučivanja u zajednici o svim pitanjima koja se tiču njenog opstanka, funkcionisanja i razvoja.** Drugi deo složenice nas upućuje na to da je reč o javnom odlučivanju u ekonomskoj oblasti.

Od Velike ekonomske krize tridesetih godina XX veka postaje jasno da postoje određene imperfektnosti na tržištu zbog čega se privredni sistem ne može prepustiti isključivo delovanju tržišnog mehanizma. Kako bi se očuvala stabilnost ekonomskog sistema i stvorile pretpostavke za njegov dalji razvoj neophodna je intervencija države i njeno aktivnije angažovanje u privrednom životu. Od tada do danas pitanje mere u kojoj država treba da regliše privredna kretanja je neprekidno u centru pažnje ekonomske javnosti i predstavlja najvažnije pitanje ekonomske politike.

Ekonomska politika ima makroekonomski karakter jer je njen glavni nosilac država, dok poslovne odluke (poslovna politika) preduzeća ima mikroekonomski karakter. Osnovni koncept ekonomske politike jedne zemlje uvek polazi od međuzavisnosti privredne i političke oblasti društvenog života.

Odluke kreatora ekonomske politike utiču na blagostanje svih pojedinaca u društvu. Neretko, efekti ekonomske politike prevazilaze nacionalne granice i utiču na blagostanje (odnosno položaj) privrednih jedinica i fizičkih lica u mnogim drugim

zemljama, imajući u vidu da je poslednjih godina postignut visok stepen globalizacije i integracije svetske privrede. Uspešna i efikasna ekonomska politika je jedan od faktora koji utiče na nivo, tempo i karakter razvoja svake društvene zajednice i nivo njenog materijalnog blagostanja.

Određene ideje i koncepcije ekonomske politike datiraju od začetaka ekonomske misli. Država je svojom ekonomskom politikom, kao sastavnim delom sveukupne politike, od antičke države pa do savremenih država štitila interese vladajuće klase. Mere ekonomske politike preduzimane su nekad smišljeno, ponekad improvizovano, a ponekad i potpuno spontano, a njihova efikasnost je bila vrlo različita. Prisutne još u vreme njenog nastanka, razlike u stavovima o stepenu i načinu delovanja ekonomske politike su se dodatno produbljivale sa daljim razvojem ekonomske misli.

Privrede svih zemalja prolaze kroz ciklično kretanje - ekspanziju smenjuju recesija i depresija, pa ponovo dolazi do prosperiteta i ekspanzije. Cilj ekonomske politike je da skrati ili eliminiše faze silaznog kretanja ekonomske aktivnosti i da stimuliše dugoročni privredni rast i razvoj. Centralno pitanje ekonomske politike danas je suštinski isto kao i tokom Velike ekonomske krize: zašto privreda raste i fluktuira po različitim stopama i koji oblici ekonomske politike daju najbolje rezultate? Sasvim je sigurno da uspešna i efikasna ekonomska politika predstavlja faktor koji utiče na ubrzanje privrednog razvoja i rast blagostanja svake društvene zajednice, kao što je izvesno da ekonomska politika bez ispunjenja određenih sistemskih pretpostavki ne može samostalno mnogo toga učiniti.

Teorija ekonomske politike ima za cilj da objasni kako bi kreatori ekonomske politike trebalo da reaguju u odnosu na specifične ekonomske situacije. Da li kreatori ekonomske politike treba da intervenišu, ili da svoju intervenciju svedu na minimum, ili da prepuste tržištu da reguliše poremećaj. Odnosno, ukoliko kreatori ekonomske politike odluče da intervenišu, koja su sredstva najefikasnija i najefektivnija da bi se ostvario zadati cilj.

Kada je u pitanju ekonomska politika ne postoji jedna opšte prihvaćena definicija. Različiti autori, pri definisanju ekonomske politike, stavljaju akcenat na različite aspekte ekonomske politike.

Teorija ekonomske politike predstavlja takav pristup problemima privredne prakse u kome se subjekti, ciljevi i instrumenti ekonomske politike povezuju u funkcionalnu celinu u okviru koje je njihovo delovanje usklađeno sa karakterom društveno-ekonom-

skog sistema i potrebama njegovog razvoja.[01] Jedna druga definicija kaže da je ekonomska politika analiza međuzavisnosti političkih ciljeva i modela ekonomske politike.[02] *Ekonomska politika se može definisati i kao aktivnost države kojom se usmerava ponašanje privrednih subjekata i korisnika njihovih proizvoda i usluga radi ostvarivanja određenih unapred postavljenih ciljeva u određenom periodu*.[03]

J. Tinbergen smatra da je ekonomska politika proces koji uključuje:

- izbor društvenih prioriteta,
- izvođenje ciljeva ekonomske politike iz društvenih prioriteta,
- izbor adekvatnih instrumenata za ostvarenje ciljeva,
- određivanje kvantitativnih vrednosti odabranih instrumenata,
- utvrđivanje veze između ciljeva i instrumenata sa jedne strane i strukturnih međuzavisnosti konkretne privrede sa druge strane. [04]

Iz navedenog prikaza različitih definicija ekonomske politike može se zaključiti da se ekonomska politika sastoji iz nekoliko elemenata:

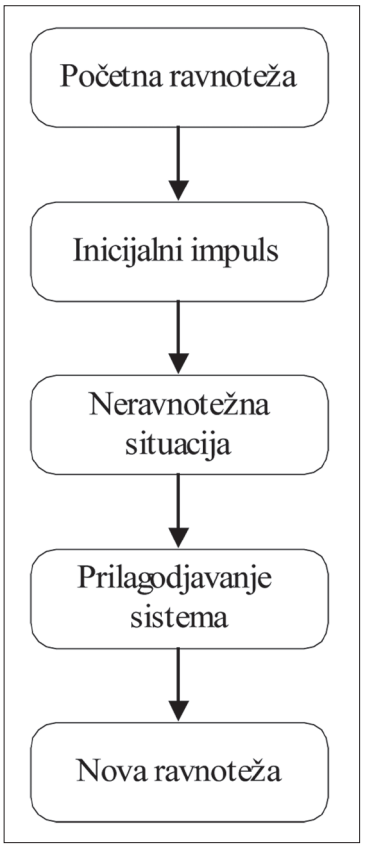
- **prvo**, u pitanju je proces,
- **drugo**, njeni nosioci su državni organi,
- **treće**, ekonomska politika nastoji da ostvari određene ciljeve i
- **četvrto**, radi ostvarenja ciljeva ekonomska politika koristi određene instrumente i mere.

Iako ekonomska politika često ima oblik državne intervencije, potpuno pogrešno bi bilo poistovećivati ekonomsku politiku sa državnom intervencijom, jer je ona istovremeno i uži i širi pojam od državne intervencije. Državna intervencija se javlja u mnogim oblastima koje nemaju mnogo zajedničkog sa ekonomijom, a istovremeno ekonomska politika ima niz usmeravajućih elemenata koji nemaju obavezujući karakter.

---

01 Vukadin. E., Ekonomska politika - teorija i primena, Dosije, Beograd, 1999.
02 Preston, A. J., Theory of Economic Policy, OUP, 1982.
03 Ekonomska i poslovna encikolpedija, Savremena administracija, Beograd, 1994.
04 Tinbergen, J., On the Theory of Economic Policy, North-Holland, Amsterdam, 1955.

U savremenoj ekonomskoj literaturi sve više preovladava mišljenje da odvijanje ekonomske aktivnosti društva dovodi do narušavanja početne ravnoteže između ekonomskih kategorija. Sistem po pravilu prolazi kroz sledeće faze:



Slika 1.1. Proces ekonomske politike

Ekonomska politika se definiše u trećoj fazi, dejstvuje u četvrtoj fazi, a njeni efekti postaju vidljivi u petoj fazi. Pri donošenju bilo koje odluke kreatori ekonomske politike polaze od ciljeva koje žele da ostvare. Bez unapred postavljenih ciljeva nema ni ekonomske politike. Na osnovu impulsa koje primaju iz okruženja[05], oni definišu instrumente ekonomske politike koji će se koristiti radi ostvarenja planiranih ciljeva. I na kraju kreatori ekonomske politike moraju kreirati model koji će do-

05 Pre donošenja odluke subjekti ekonomske politike primaju signale iz različitih sfera: ekonomske, političke, socijalne, tehničke, spoljnog okruženja i dr.

vesti u vezu ciljeve sa instrumentima ekonomske politike. Da bi ekonomska politika bila uspešno sprovedena važno je da budu ispunjene sledeće pretpostavke: da su ciljevi realno odabrani, da su izabrani adekvatni instrumenti, da je mera pravovremeno preduzeta i da postoji horizontalna i vertikalna koordinacija mera ekonomske politike.

U literaturi se neretko javlja dilema oko toga ko su subjekti ekonomske politike. Glavna dilema je da li su to samo oni organi koji imaju pravo da donose obavezujuće odluke iz sfere ekonomske politike ili tu treba uključiti i velike privredne organizacije, političke organizacije i udruženja privrednih subjekata. Za potrebe ovog rada biće prihvaćena definicija subjekata ekonomske politike u užem smislu, to jest da su subjekti ekonomske politike oni organi koji imaju pravo da donose obavezujuće ekonomske odluke.[06] To su uglavnom razni državni i kvazidržavni organi kao što su: savezna vlada, republička vlada, centralna banka, lokalni organi uprave i dr. Broj i stvarna moć pojedinih subjekata ekonomske politike pre svega zavisi od političkog uređenja konkretne zemlje.

1.2. CILJEVI EKONOMSKE POLITIKE

U XIX i početkom XX veka smatralo se da su ekonomske fluktuacije koje karakterišu privredne cikluse prirodni fenomeni koji se jednostavno moraju istrpeti. One su nanosile ogromne štete pojedinim društvima, ali su prihvatane kao neminovnost. Naime, tadašnja klasična misao je polazila od Sejovog zakona tržišta po kome je privreda uvek bila u ravnoteži, jer je tržište smatrano kao samoregulišući mehanizam. Do radikalne promene ovog stanovišta dolazi

06 Tri druge pomenute kategorije ne mogu se direktno podvesti pod subjekte ekonomske politike. Političke organizacije mogu biti indirektno subjekti ekonomske politike, ali samo u meri u kojoj su njihovi predstavnici zastupljeni u organima koji donose ekonomske odluke. Velike privredne organizacije i udruženja privrednih subjekata - iako mogu da utiču na tokove cele delatnosti - ne mogu se smatrati subjektima ekonomske politike, jer nemaju najvažniju karakteristiku subjekata ekonomske politike, a to je da donose odluke koje će biti obavezujuće za druge subjekte, tako da oni mogu biti samo objekti ekonomske politike.

sredinom 30-ih godina sa Kejnzijanskom revolucijom. Od tada ciklusi počinju da se posmatraju kao nešto na šta se može uticati, odnosno kao nešto što se može regulisati.

Uobičajeno se smatra da je osnovni cilj ekonomske politike porast društvenog blagostanja i ublažavanje svih vrsta poremećaja koji se ispoljavaju u ekonomskoj sferi. Svako dejstvo ekonomske politike inicirano je ciljevima; ono polazi od instrumenata, preko subjekata do krajnjih ciljeva i eventualne korektivne akcije. Ciljevi ekonomske politike mogu se definisati kao varijable privrednog sistema čije veće ili manje prisustvo utiče da sistem bude bolji ili gori[07]. P. Jurković smatra da *ciljevi izražavaju namjere i želje nosilaca ekonomske politike, ili onih u čijem interesu oni odlučuju, a mogu se definisati kao željena buduća stanja, najčešće različita od sadašnjeg, ali koja se neće ostvariti sama od sebe kao rezultat autonomnog procesa ili promene već se mogu postići samo ciljnom ljudskom akcijom*.[08]

Iako među ekonomistima postoje mnogobrojna neslaganja o koncepcijama ekonomske politike, o ciljevima ekonomske politike postoje neznatna neslaganja. Gotovo svi ekonomisti se slažu da su najvažniji ciljevi:

- održavanje pune zaposlenosti (maksimalna iskorišćenost kapaciteta),[09]
- nulta stopa inflacije,
- uravnotežen platni bilans i
- uravnotežen budžet.

Imajući u vidu da je istovremeno postizanje ovih ciljeva gotovo nemoguće, realističnije deluje ukoliko se ciljevi definišu tako da se minimiziraju odstupanja:

- nezaposlenosti od njene prirodne stope[10],

07 Vacić, A., Ekonomska politika Jugoslavije – opšta pitanja ekonomske politike, Savremena administracija, Beograd, 1988.
08 Jurković, P., Uvod u teoriju ekonomske politike, Narodne novine, Zagreb, 1978.
09 Kada je u pitanju nezaposlenost, treba imati u vidu da cilj nije održavanje pune zaposlenosti po svaku cenu, kao što je to bilo u centralnopolanskim privredama, već da zaposleni radnici budu produktivno zaposleni. Zapošljavanje radnika za čijim radom ne postoji potreba teško se može prihvatiti kao jedan od ciljeva racionalne ekonomske politike.
10 Ukoliko su nezaposleni samo oni koji nežele da rade onda se kaže da se privreda nalazi na nivou prirodne stope nezaposlenosti i ona se izjednačava sa punom zaposlenošću.

- proizvodnje od njene stope uz punu zaposlenost,
- inflacije od nule,
- bilansa plaćanja od nule,
- budžetskog deficita (suficita) od nule i
- deviznog kursa od njegovog ravnotežnog i realnog nivoa.

Ciljeve ekonomske politike možemo podeliti na:

- kratkoročne i
- dugoročne.

Kratkoročni ciljevi se obično odnose na period od godinu dana i njih većina zemalja pri kraju tekuće godine formuliše za narednu godinu. Obično su u pitanju ciljevi vezani za punu zaposlenost, stopu inflacije, stopu rasta društvenog proizvoda, uravnoteženi budžet i platni bilans.

Dugoročni ciljevi se donose na period od pet do deset godina i oni se odnose na privredni rast, promene u alokaciji faktora proizvodnje, stimulisanje razvoja pojedinih grana i regiona, promene u raspodeli dohotka i dr.

Pri tome se u svakoj konkretnoj situaciji ovi ciljevi ekonomske politike ispoljavaju u više određenih ciljeva. Na primer, ubrzani privredni razvoj zahteva rast investicija, porast produktivnosti, veći izvoz i dr.

E. S. Kirschen daje sličnu tipologiju ciljeva ekonomske politike. On sve ciljeve deli na kratkoročne, dugoročne i sporedne.[11] Oni se mogu prikazati sledećom tabelom:

Ciljevi ekonomske politike mogu biti:

- nezavisni,
- komplementarni i
- konfliktni.

11 Videti: Kirschen, E. C., Economic Policy of our Time, North-Holland Publishing Company, 1964.

Tabela br. 1.1. - Ciljevi ekonomske politike	
Cilj	**Opis cilja**
Kratkoročni ciljevi	
1. Puna zaposlenost	Kao kratkoročni cilj ima za zadatak smanjenje ciklične nezaposlenosti, a kao dugoročni cilj smanjenje strukturne nezaposlenosti.
2. Stabilnost cena	Održavanje nulte stope inflacije ili malog odstupanja od nulte stope.
3. Poboljšanje platnog bilansa	Ovaj cilj uključuje kako zaštitu deviznih rezervi, tako i strukturne promene u izvozu i uvozu.
Dugoročni ciljevi	
4. Ekspanzija proizvodnje	Cilj je dugoročno stimulisanje privrednog rasta.
5. Poboljšanje alokacije faktora proizvodnje	Ovaj cilj uključuje: stimulisanje unutrašnje konkurencije, stimulisanje koordinacije, povećanje mobilnosti rada i kapitala i povećanje učešća u međunarodnoj podeli rada.
6. Zadovoljenje zajedničkih potreba	Ovaj cilj se ogleda u zadovoljenju sledećih potreba: odbrane, zdravstva, školstva, državne uprave i dr.
7. Poboljšanje u raspodeli dohotka	Promene bilo u pravcu veće jednakosti ili nejednakosti u sticanju dohotka, kao i politika redistribucije dohotka raznim poreskim merama.
8. Stimulisanje razvoja pojedinih grana i regiona	Ovaj cilj uključuje kako zaštitu koja se daje nekoj grani privrede koja je pod pretnjom domaće ili strane konkurencije, tako i davanje raznih beneficija pojedinim granama ili regionima.
Sporedni ciljevi	
9. Poboljšanje lične potrošnje	Obuhvata promene koje se žele ostvariti u modelu lične potrošnje. To nekada može biti restrikcija potrošnje određenih proizvoda, a u drugim prilikama stimulisanje potrošnje određene vrste proizvoda.
10. Sigurnost snabdevanja	Pre svega se misli na obezbeđenje snadbevenosti tržišta osnovnim životnim namirnicama.
11. Skraćenje radnog vremena	U skladu sa konceptom humanog razvoja cilj je da se pojedincima ostavi više vremena za zadovoljavanje svojih osnovnih životnih potreba.

Izvor: Kirschen, E. C., (1964) Economic Policy of our Time, str 6 i 7.

Relativno je mali broj ciljeva ekonomske politike koji su međusobno nezavisni - kada ostvarenje jednog cilja ne utičen na ostvarenje drugog cilja. Mnogo češće ekonomski ciljevi su komplementarni, kada ostvarenje jednog cilja podstiče ostvarenje drugog, ili konfliktni kada ostvarenje jednog cilja isključuje ili otežava ostvarenje drugog. Konfliktnost ciljeva ekonomske politike je veća ukoliko je zemlja manje razvijena. Na primer, ubrzanje privrednog razvoja je često konfliktno sa platnobilansnom ravnotežom ili budžetskom ravnotežom. Vodeći ostvarivanju jednog cilja

instrumenti ekonomske politike mogu otežavati izvršenje nekog drugog cilja. Što je više ciljeva ekonomske politike to je njihovo ostvarenje teže.

Imajući u vidu konfliktnost ciljeva, dilema kreatora ekonomske politike je kojim ciljevima dati prioritet. Prioritete, po pravilu, određuje trenutna ekonomska situacija u zemlji, odnos političkih snaga, raspoloživi resursi, međunarodno okruženje, skala društvenih vrednosti i dr. Ciljevi ekonomske politike su uvek u skladu sa vrednosnim ciljevima društva. Tako, na primer, ciljevi ekonomske politike su bili bitno različiti u socijalističkim zemljama od ciljeva u kapitalističkim zemljama. Oni uvek izražavaju namere i želje nosilaca ekonomske politike. Odnosi političkih snaga često imaju značajan uticaj na formulisanje ciljeva ekonomske politike. Međutim, ne treba zanemariti ni uticaj velikih organizacija na formulisanje ciljeva ekonomske politike. One preko lobiranja, formiranja grupa za podršku, štrajkova i na druge načine mogu prinuditi kreatore ekonomske politike na vođenje željene ekonomske politike.

Da bi se ciljevi ekonomske politike mogli operativno sprovesti moraju imati sledeće osobine:

- da su kvantitativno ili kvalitativno određeni,
- da imaju vremensku dimenziju,
- da su realno određeni (to jest da su ostvarivi),
- ukoliko postoji konfliktnost ciljeva da postoji skala prioriteta i
- da se zna ko je odgovoran za njihovo sprovođenje.[12]

1.3. INSTRUMENTI EKONOMSKE POLITIKE

Instrumenti ekonomske politike predstavljaju ekonomske varijable putem kojih kreatori ekonomske politike nastoje da ostvare određene ciljeve. Od instrumenata ekonomske politike treba razlikovati mere ekonomske politike, koje znače promenu, ukidanje ili uvođenje novog instrumenta ekonomske politike.

12 Vukadin, E., Ekonomska politika - teorija i primena, Dosije, Beograd, 1999.

Instrumenti ekonomske politike su primarno opredeljeni ciljevima koji se žele postići; odnosno, na relaciji ciljevi - instrumenti ekonomske politike rešava se pitanje uspešnosti ekonomske politike, imajući u vidu da se obično istovremeno određuje više ciljeva i koristi više instrumenata. Instrumentima ekonomske politike nameću se subjektima ekonomskog odlučivanja alternativne mogućnosti koje vode ostvarivanju ciljeva ekonomske politike. Navedenim instrumentima se manipuliše interesima i ponašanjima učesnika u procesu društvene reprodukcije kako bi se u okviru njihove slobode izbora ostvarili ciljevi koje akteri ekonomske politike (država) postavljaju pred sobom. S obzirom na veliki broj instrumenata ekonomske politike često se javlja problem njihovog izbora, kombinacije i primene. Glavni problem se javlja u adekvatnom izboru instrumenata, imajući u vidu višestruku zavisnost ciljeva i instrumenata - vrlo mali broj instrumenata utiče samo na jedan cilj, kao što je većina ciljeva ili komplementarna ili konfliktna.

Najvažniji instrumenti ekonomske politike su:

- fiskalna politika (porezi, doprinosi, carine, zajmovi, takse, uloga deficita i suficita),
- monetarna politika (emisija novca, operacije na otvorenom tržištu, kamatne stope),
- spoljnotrgovinska politika (carine, takse, kontigenti, kvote, zabrane, dozvole, devizni kurs)
- i politika dohodaka (transferi, socijalna pomoć i dr.).

Instrumenti ekonomske politike mogu se posmatrati sa različitih aspekata:

- instrumenti koji utiču na sve ekonomke subjekte i instrumenti koji utiču na samo neke ekonomske subjekte;
- obavezujući instrumenti i indikativni (instrumenti koji samo pod određenim uslovima deluju na privredne subjekte, na primer izvozne subvencije);
- instrumenti koji utiču na spoljnotrgovinske tokove i instrumenti koji utiču na unutrašnje tokove;
- linearni (utiču podjednako na sve privredne subjekte) i selektivni instrumenti (npr. različite poreske stope za pojedine delatnosti);
- direktni i indirektni instrumenti (nastoje da na posredan način utiču na ostvarenje nekog cilja) i dr.

Prema načinu delovanja instrumenti ekonomske politike se mogu podeliti na sledeće kategorije:

- ugrađeni stabilizatori,
- instrumenti povezani sa pravilima,
- diskrecioni instrumenti i
- instrumenti koji se donose u formi zakona.

Ugrađeni stabilizatori su instrumenti koji automatski deluju u zavisnosti od nastanka određene situacije, to jest za njihovo dejstvo nije potrebna nikakva nova odluka kreatora ekonomske politike. Tipičan primer ovakvih instrumenata je progresivno oporezivanje (ukoliko pojedinac ima viši dohodak primenjuje se viša poreska stopa).

Instrumenti povezani sa pravilima su predviđeni pravilima i tada kreatori ekonomske politike imaju mogućnost da samo slede pravilo. Na primer, povećanje količina novca u opticaju može biti povezano sa stopom rasta društvenog proizvoda.

Diskrecioni instrumenti su oni instrumenti koje donose subjekti ekonomske politike u zavisnosti od procene konkretne situacije. U ovom slučaju kreatori ekonomske politike nemaju nikakva ograničenja u formulisanju instrumenata.

Za ostvarenje određenih ciljeva ekonomske politike **instrumenti mogu biti propisani zakonom**. Na primer, zakonom je predviđen određen procenat koji zaposleni izdvajaju iz plate kao osiguranje za slučaj da postanu nezaposleni.

Problem prilikom koncipiranja instrumenata, na koji se mora posebno obratiti pažnja, su vremenska kašnjenja. Naime, od trenutka kada se uoči problem pa do trenutka primene određenog instrumenta protekne određeni vremenski period, kao i od trenutka primene određenog instrumenta do trenutka njegovog dejstva. Tokom ovih vremenskih kašnjenja postoji opasnost da se uočena situacija promeni tako da primenjeni instrument postane neadekvatan.

Odnos ciljeva i instrumenata ekonomske politike spada u centralna i najsloženija pitanja teorije ekonomske politike. Na relaciji ciljevi – instrumenti rešava se pitanje konzistentnosti ekonomske politike, koja je presudna za njenu efikasnost. U cilju pojašnjenja ovog odnosa formulisana je tabela 1.2., koja uspostavlja vezu između instrumenata ekonomske politike i njenih ciljeva. Ona jasno ukazuje i na postojanje

konfliktnosti ciljeva, to jest da ispunjenje jednog cilja ili jedne grupe ciljeva može biti suprotno ispunjenju nekog drugog cilja ili grupe drugih ciljeva. Na primer, visoke carine štite domaću industriju od strane konkurenciju i na taj način održavaju proizvodnju i zaposlenost. Međutim, dugoročno gledano visoke carine onemogućavaju konkurenciju, ne "pritiskaju" domaće proizvođače da proizvode efikasno, da prate tehnički progres, pa se dugoročno gledano visoke carine mogu javiti kao faktor koji usporava privredni razvoj.

Tabela 1.2. - Uticaj instrumenata fiskalne politike na ostvarenje ciljeva ekonomske politike

	Državne investicije	Subvencije	Povećanje poreza	Smanjenje poreza	Povećanje oporezivanja dohotka	Smanjenje oporezivanja dohotka	Emitovanje obveznica	Krediti privredi	Javni radovi	Direktna kontrola
Zaposlenost	+	+	-	+	-	+	...	+	+	-
Proizvodnja	+	+	-	+	-	+	...	+	+	-
Inflacija	...	...	-	+	-	+	-	-	...	+
Budžet	-	-	+	-	+	-	+	-	-	...
Platni bilans	...	+	-	+	...	...	...	+	...	-
Javne potrebe	...	+	+	-	...	...	+	...	...	...

Tabela 1.2. (nastavak)- Uticaj instrumenata monetarne politike na ostvarenje ciljeva ekonomske politike

	Povećanje ponude novca	Smaanjenje ponude novca	Povećanje stope obavezne rezerve	Smanjenje stope obavezne rezerve	Povećanje diskontne stope	Smanjenje diskontne stope	Ekspanzivne operacije na otvor. tržištu	Restrikti-vne operacije na otvor. tržištu	Kreditiranje budžeta	Cesija deviza
Zaposlenost	+ -	-	...	...	-	+	+ -	+ -	...	-
Proizvodnja	+ -	-	...	...	-	+	+ -	+ -	...	-
Inflacija	-	+	+	-	...	...	-	+	-	...
Budžet	+ -	-	...	...	-	+	+	-	+	+
Platni bilans	...	...	...	...	...	...	...	...	...	-
Javne potrebe	+	...	...	...	...	...	...	...	+	...

Tabela 1.2. (nastavak) - Uticaj instrumenata spoljnotrgovinske politike na ostvarenje ciljeva ekonomske politike

	Deval-vacija[13]	Reval-vacija	Spoljno-trgovin-ska libera-lizacija	Uvozne kvote, kontigenti i dozvole	Ograni-čenja izvoza	Transferi iz ino-stranstva	Izvozne sub-vencije	Povećanje carina	Smanjenje carina
Zapo-slenost	+	...	-	+	-	...	+	+	-
Proi-zvodnja	+	...	-	+	-	...	+	+	+-
Inflacija	-	+	...	...	...	+	...	-	+
Budžet	+	...	...	...	...	+	-	+	-
Platni bilans	+	-	-	+	-	+	+	+	-
Javne potrebe	...	...	...	...	+	...	...	...	...
Dugoročni privredni rast	...	...	+	-	-	+	+	-	+

Legenda:
+ pozitivno utiče
+ - može uticati i pozitivno i negativno u zavisnosti od okolnosti
- negativno utiče
... nema nikakav uticaj ili se uticaj ne može unapred odrediti

Zaključak koji sledi je da se instrumenti ne mogu donositi pojedinačno kao izolovane mere, već da se pri izboru instrumenata mora imati u vidu celovitost instrumenata i skup ciljeva koji se želi ostvariti.

Imajući u vidu veliki broj instrumenata i veliki broj ciljeva, može se javiti dilema kako odrediti efikasnost instrumenata ekonomske politike. Ona bi se mogla meriti preko praćenja promene ciljne varijable ukoliko se instrumentalna varijabla promeni za određenu vrednost. Međutim, imajući u vidu da se po pravilu uvek koristi više instrumenata, povezanost uticaja različitih instrumenata na iste ciljeve, uticaj vremenskih kašnjenja, te dejstvo mnogobrojnih uticaja iz spoljnog i unutrašnjeg okruženja na ciljeve ekonomske politike, ovakav pokušaj preciznog utvrđivanja dejstva instrumenata na ekonomsku politiku ima samo teorijski karakter. U ovom kontekstu praktičan pristup može biti preko opisnog vrednovanja dejstva instrumenata ekonomske politike, kao na primer: ima snažno dejstvo na posmatrani cilj, slabo utiče i ne utiče.

13 Uticaji devalvacije su u posmatranju ograničeni samo na kratak rok

II GLAVA

RAZVOJ TEORIJSKIH KONCEPCIJA EKONOMSKE POLITIKE

Cilj druge glave

Cilj druge glave je da saznate sledeće:

- **Kako su se hronološki razvijale koncepcije ekonomske politike kroz istoriju**
- **Koje su najvažnije teorijske koncepcije ekonomske politike, njihovi ciljevi i instrumenti**
- **Kakve postoje razlike izmedju najvažnijih koncepcija ekonomske politike**

2.1. RANE KONCEPCIJE EKONOMSKE POLITIKE

Prve koncepcije ekonomske politike nastale su još pre nove ere. Njihovo proučavanje pokazuje da neke ideje od pre više vekova nisu izgubile na svojoj aktuelnosti, odnosno da sa današnjeg aspekta jedan globalno neprihvatljiv sistem ekonomske teorije (a u istorijskom vremenu važeći) nekog ekonomiste, ili neke škole ekonomske misli, ima niz pojedinačno prihvatljivih ideja. Pod ranim koncepcijama ekonomske politike smatraju se ideje nastale na Dalekom Istoku, Antičkoj Grčkoj i drevnom Rimu. O ekonomskoj politici u tom periodu u današnjem smislu teško da može biti reči. Pre se može govoriti o nizu parcijalnih, međusobno nepovezanih mera, odnosno instrumenata, kojima su vladari nastojali da ostvare određene svoje ciljeve.

Na formulisanje ekonomske politike veliki uticaj je imalo okruženje. Imajući u vidu česte osvajačke ratove, bili su potrebni značajni državni prihodi za finansiranje vojske. Veza je bila povratna, jer **zemlje koje su pobeđivale u imperijalističkim ratovima bile su najrazvijenije, imajući u vidu da su iz osvojenih teritorija dobijale jeftine resurse.** Takođe, robovlasnički društveno-ekonomski sistem je davao niz povlastica pripadnicima vladajuće klase, što je, takođe, zahtevalo značajne prihode. Instrumentima ekonomske politike se favorizuju određene delatnosti kao što su: zanatstvo, lov, ribolov, pomorstvo, poljoprivreda, saobraćaj.

1. Daleki istok- Na Dalekom istoku je veoma rano došlo do stvaranja centralizovanih država. One izgrađuju svoju materijalnu i duhovnu kulturu na sistemu robovlasničkog rada. Vladari preduzimaju izgradnju ne samo irigacionih sistema već i raskošnih hramova i dvoraca.

Koncepcije o ekonomskoj politici u staroj Indiji najviše su došle do izražaja u delu “Arthašastra” (nauka o politici), negde između IV i III veka pre nove ere (dopunjenom u II veku p. n. e.). U njemu se razmatraju pitanja prihoda i rashoda državnog budžeta, poljoprivrednih površina i irigacije, regulisanja trgovine i cena. Dinastija Maurija podstiče razvoj trgovine i zanata. Trgovina se obavlja pod državnom zaštitom, pomorski i rečni transport se obavlja državnim brodovima, pristaništa se kontrolišu, a obala štiti od pirata i drugih razbojnika.

U svom zakoniku car Hamurabije (XVIII vek pre nove ere) između ostalog daje i

ekonomske propise koji u potpunosti nose pečat vremena u kome su nastali.[14] Oni štite ekonomske interese države i robovlasnika, predviđaju stroge mere protiv odbeglih robova, daju sva prava slobodnim licima u pogledu raspolaganja imovinom i zemljom. Posebna pažnja je poklonjena poljoprivredi i regulisana su pitanja kao što su: uslovi zakupa zemljišta, visina najamnine poljoprivrednih radnika, održavanje kanala za navodnjavanje, raspodela vode zemljoradnicima, raspodela gubitaka usled elementarnih nepogoda i dr. Zakonom je zabranjeno zelenašenje, regulisano je i zanatstvo, obaveza stanovništva da daje hranu za izdržavanje vojske i dr. Hamurabije je centralizovao sve najvažnije državne poslove u svojim rukama, a upravnicima u provincijama – koji su ranije imali svu vlast u svojim rukama – dodeljivao je manje značajne nadležnosti.

U Persijskom carstvu pod vladavinom Darija država organizuje javne radove – izgrađen je veliki broj drumova i prokopan je kanal koji je povezivao Nil sa Crvenim morem. Persijsko carstvo je podeljeno na provincije koje su imale obavezu plaćanja poreza prema privrednim prilikama i plodnosti tla, što predstavlja preteču savremenih poreskih sistema u kojima se poreski obveznici oporezuju u skladu sa svojom ekonomskom snagom. Pored poreza u novcu, provincije su imale obaveze i u naturi za izdržavanje vojske.

Kineska država je bila jedna od najorganizovanijih država. Ogromni zemljišni posedi uticali su da u središtu kineskih mislilaca (ekonomista) bude poljoprivreda. Državna vlast je centralizovana sa širokim ekonomskim, vojnim, religioznim i drugim funkcijama. Na primer, Mencije je opisao kineski agrarni sistem (Cin-tjan), kao kvadratna ili kružna polja koja se navodnjavaju. Setvene površine su unapred utvrđivane, sprovođena je kontrola žetve, organizovani su irigacioni radovi i navodnjavanje. Država je organizovala gradnju puteva. Postojao je razvijen poreski sistem – naplaćivani su porezi za zakupninu državnih dobara, zemljarina (koja se naplaćivala u novcu i naturi), tržišne takse i dr.[15] Postojao je državni monopol nad rudnicima i solanama. U državne radove spadalo je premeravanje zemljišta, izgradnja i održavanje drumova i sprovođenje irigacionih radova. Zaposleno ljudstvo je pod neposrednom kontrolom države. Monarh je imao velike prihode od poreza, trošarine, tržišne takse, od zakupnine državnih dobara i od ratnog plena. U važne poreze spadala je zemljarina plaćana u naturi i novcu, a varirala je prema plodnosti tla i udaljenosti kraja od prestonice.

14 Zakonik cara Hamurabija bio je ispisan na kamenu klinastim pismom.
15 Vučo, N., Državna intervencija u privredi, Savremena administracija, Beograd, 1975.

U zemljama Starog istoka sreću se određeni elementi fiskalne politike, to jest u većoj ili manjoj meri razvijeni poreski sistemi. Svi poreski sistemi su bili usmereni ka obezbeđivanju dovoljnog nivoa prihoda koji bi omogućili raskošan život vladarima, kao i finansiranje vojske. Prisutni su bili i određeni elementi spoljnotrgovinske politike, koji su se ogledali u podsticanju razvoja trgovine, pomorskog saobraćaja i zaštite trgovaca. Ponegde se nalaze i određeni elementi kontrole cena, kao na primer u *Arthašastri* koja reguliše formiranje cena.

Najvažniji cilj ekonomske politike, i uopšte, u Starom istoku je bio očuvanje moći monarha. Iz njega su se izvodili svi ostali posredni ciljevi kao što su: zaštita robovlasničkog sistema, privredni razvoj, stvaranje moćne vojske i dr.

2. Antička Grčka - Mislioci antičke grčke su bili poznati kao filozofi zaokupljeni pitanjima metafizike, prirode sveta, epistemologijom, a pitanjima ekonomije i ekonomske politike su se više uzgredno bavili (osim Platona), mešajući je sa opštom filozofijom društva i države. Ali to ne znači da njihove ideje, kao i u filozofiji, nisu bile genijalne i uticajne na kasniji razvoj ekonomije i ekonomske misli. O tome svedoči i činjenica da su oni i dali naziv ekonomiji. Ksenofon je u svom delu *Ekonomikos* prvi upotrebio reč ekonomija.[16]

Državni službenici su bili zaduženi za naplatu poreza, carina, pogodbe za javne radove, zakup rudnika, naplatu prihoda od javnih prodaja državnih dobara i dr. U nekim gradovima su postojali i ekonomi (*oikonomou*) zaduženi za pravilno prikupljanje državnih prihoda. Finansijska pitanja i problemi pomorske trgovine bili su glavna preokupacija državnih činovnika. Solonovim zakonima bilo je zabranjeno neograničeno sticanje zemljišta. Državni službenici – agoranomi – su održavali red, proveravali kvalitet robe i vodili računa da se trgovina odvija bez prevara. Pomorska trgovina je regulisana ugovorima i država je nastojala da štiti pomorce. Glavne smernice ekonomske politike atinske države odnosile su se na finansijska pitanja, od vitalnog interesa za nadmoćnost Atine u tadašnjem helenskom svetu. O njima su raspravljali tadašnji najveći grčki umovi – Platon, Aristotel, Ksenofon, Demosten, Sokrat, Tukidid i drugi.

Antički mislioci su osuđivali zelenaštvo, kamatu i trgovinu. Smatrali su da su ove delatnosti suprotne ljudskoj prirodi. Oni nisu shvatali pravi značaj trgovine, već su videli samo njenu pojavnu manifestaciju – da ljudi zarađuju na ljudima.

16 Pravo značenje reči Oeconomicus je vođenje domaćinstva, odnosno upravljanje kućanstvom.

Mnogo oštriji su bili u osudi krupne trgovine, nego sitne. Nasuprot ovim delatnostima, imanentne ljudskoj prirodi, po njihovom mišljenju, su: lov, ribolov, zemljoradnja, zanatstvo, pomorstvo.

Atinska država je uvela nešto nalik godišnjem budžetu. Iako nije postojao godišnji budžet u pravom smislu reči, postojala je jedna vrsta finansijske službe koja je imala zadatak da vodi računa o usklađivanju državnih prihoda i rashoda. Ova služba je bila centralizovana i pod kontrolom vladara.

Platon je u delu *Politika* dao koncept idealne države, koja se sastoji od tri klase:

- klasa koja hrani državu (zemljoradnici, zanatlije, sitni trgovci),
- klasa koja čuva državu (vojnici) i
- klasa filozofa (oni koji upravljaju državom).[17]

Platon je prvi autor koji je predložio i obrazložio princip podele rada na makro nivou. Koncept idealne države proizašao je kao posledica uviđanja nužnosti postojanja određene podele rada. Klase nisu ravnopravne; privrednici su na dnu, ali imaju prava na privatnu svojinu. Vojnici i filozofi nemaju pravo na privatnu svojinu. Između filozofa i vojnika vlada komunizam u pogledu dobara. Koncepcija Platonove države nije kastinska, jer kod kastinske države što je neka klasa viša to ona ima više prava, a u Platonovoj koncepciji države što je neka klasa viša to ima više dužnosti u odnosu na prava.[18]

Aristotel se zalagao za robnu razmenu. Isticao je da će kad stvari postanu komplikovanije barter razmena ustupiti svoje mesto robnoj razmeni. On je jasno uvideo da robna razmena vodi ubrzanju privrednog razvoja, odnosno, kako je on nazvao ona *pravi novac*.

Vrlo razvijena pomorska trgovina bila je opterećena izvoznim, uvoznim i tranzitnim carinama, a unutrašnja trgovina raznim taksama. Imajući u vidu da je sprovođenje liberalne spoljne trgovine bilo za grčke države od životnog interesa, s obzirom da su u mnogim proizvodima oskudevale i morale da ih nabavljaju uvozom (naročito žito), Aristotel je tražio liberalniju politiku i usmeravanje finansijske i uopšte

17 Robovi ne pripadaju nijednoj klasi i Platon je oštar protivnik pretvaranja grčkih građana u robove.
18 Takođe u Platonovoj koncepciji države pripadnost jednoj klasi se ne nasleđuje, već se u detinjstvu prema sklonostima pojedinci vaspitavanjem usmeravaju ka pojedinim klasama.

ekonomske politike u tom pravcu. U pogledu nekih mera koje su sprovodile atinske države postoji sličnost sa merkantilistima. Pre svega se misli na zabrane izvoza u periodima oskudica, stroge propise koji su išli i do smrtne kazne, propise o tome ko i pod kojim uslovima može obavljati spoljnu trgovinu i stavove da dobar državnik mora da učini zemlju bogatom – pre svega da poseduje izobilje zlata i srebra i dr.

3. Stari Rim - Rimska imperija, u toku šest vekova osvajačkih ratova, proširila je svoje granice do neslućenih razmera (Grčka, Makedonija, Persija, Egipat, Kartagina, Španija, deo Galije, deo Germanije, Britanija), tako da je glavni zadatak rimskih mislilaca bio organizacija života na tako velikoj teritoriji. Zbog toga su oni za razliku od antičkih mislilaca bili uglavnom usmereni na konkretna pitanja, kao što su kolonijalna uprava, teško stanje poljoprivrede, snadbevanje gradova hranom i dr.

Zbog velikih zemljišnih poseda u centru izučavanja rimskih ekonomista bilo je zemljište, odnosno poljoprivredni posedi. Zemlja oduzeta od drugih naroda proglašavana je državnom svojinom – *ager publicus.* Međutim, vremenom ovi su posedi poklanjani plemstvu, istaknutim vojskovođama i drugima, ili su davani uz naplatu godišnjeg poreza. To je omogućilo pojedincima da steknu ogromne zemljišne posede – latifundije. Međutim, agrarni zakoni Licinija i Tiberija Graha sprečavali su formiranje krupnih zemljišnih poseda u cilju sprovođenja jedne vrste agrarne reforme, odnosno podele zemljišta siromašnom stanovništvu, sve dok 111. godine pre nove ere nije zakonom ukinuta deoba državne zemlje.

Senat je upravljao javnim finansijama. Posebno ovlašćena lica cenzori utvrđivali su poreske stope građana, kontrolisali naplatu poreza, isplate i naplate državnih ugovora i dr. Rimska država je minimalno izdvajala za plate državnim službenicima, jer su državničke poslove uglavnom obavljali bogati građani koji su se obogatili na račun obavljanja državničke službe. Visoki porezi koje su oni raspisivali potlačenim građanima izazivali su bunt, često i prave ustanke, koji su obično bili krvavo ugušeni. Iz državne blagajne nisu izdvajana sredstva za finansiranje vojske, koja se obično finansirala iz ratnog plena.

Reformu države i ekonomske politike sproveo je Oktavijan Avgust, koji je uveo plaćenu vojsku, profesionalan činovnički aparat, popravku starih i izgradnju novih drumova. Privreda je u velikom stepenu decentralizovana, a Mediteran je očišćen od gusara. Liberalna ekonomska politika Oktavijana Avgusta odbacila je državnu intervenciju. Osim carskih dobara i rudnika u vlasništvu države, kao i specijalnih državnih mera preduzimanih u oblasti žitarske trgovine radi snadbevanja stanovništva, ekonomski princip laissez-faire se ukorenjivao.

Slobodna konkurencija i slobodna trgovina su preovlađivali u imperiji. Ni Oktavijan Avgust ni njegovi sledbenici nisu prihvatali helenističku, osobito egipatsku politiku nacionalizacije trgovine i zanatstva, monopolizacije svih privrednih grana u korist države, odnosno vladaoca.[19]

Međutim, njegovi naslednici – naročito posle Dioklecijana – ponovo su se vratili intervencionističkoj politici: podržavljena je tekstilna industrija i proizvodnja oružja, kontrolisana je trgovina, propisivane su cene i najamnine. Pokušaj da se spreči raspad carstva putem centralizacije ekonomske moći nije uspeo, jer je pored zaoštravanja suprotnosti robovlasničkog sistema (ustanci robova) konstantno bilo i ekonomsko propadanje.

2.2. KONCEPCIJE EKONOMSKE POLITIKE OD XV DO XX VEKA

U pitanju je period nastanka nacionalnih država. Period kada kapitalizam polako preuzima primat nad feudalizmom. U ovom periodu došlo je do ubrzanog razvoja nauke, velikih tehnoloških otkrića, industrijske revolucije, ubrzanog razvoja saobraćaja i velikih geografskih otkrića. Takodje, u ovom periodu nastaju prve zaokružene koncepcije ekonomske politike: merkantilizam, fiziokratizam i klasična škola.

1. Merkantilizam[20] - javlja se u gotovo svim zapadnoevropskim privredama u periodu od XV do XII veka, a ponegde je trajao i do XVIII veka. Iako nisu homogena grupa, sve merkantiliste povezuje činjenica da su raspravljali o praktičnim problemima ekonomske politike, a to su bili problemi nacionalne države u nastanku. Merkantilisti su razvijali niz praktičnih mera i instrumenata ekonomske politike usmerenih ka povećanju bogatstva, a celokupna aktivnost zemlje je bila usmerena ka snaženju državne moći.

Sa pojavom merkantilizma na scenu stupa doktrina intervencionističke ekonomske politike. Iako su određeni primitivni oblici državne intervencije

19 Vučo, N., Državna intervencija u privredi, Savremena administracija, Beograd, 1975.
20 Reč merkantilizam potiče od latinske reči mercatus (italijanski – mercantile) sa značenjem trgovina.

postojali i u Antičkoj Grčkoj i u Srednjem veku, tek sa pojavom merkantilizma i njegovih teoretičara javlja se organizovana državna intervencija. Upravo zbog toga mnogi smatraju merkantiliste rodonačelnicima intervencionizma. Za ostvarivanje svojih ciljeva protekcionističke politike merkantilizmu je bila potrebna snažna državna vlast i ona je svoje otelotvorenje dobila u apsolutnim monarhijama.

Merkantilisti su polazili od pretpostavke da je ukupno svetsko bogatstvo fiksno. Odatle je izvučen zaključak da do porast bogatstva jedne zemlje može doći samo ukoliko se smanji bogatstvo druge zemlje. Zbog toga je po merkantilistima spoljna trgovina bila osnovni izvor bogatstva. Smatrali su da se u sferi proizvodnje dobit može ostvariti samo prodajom roba iznad njihove vrednosti. To znači da što jedan pojedinac dobija – drugi gubi, tako da unutar zemlje nema porasta blagostanja; zbog toga, prema merkantilistima, proizvodan je rad samo onih grana čiji se proizvodi plasiraju u inostranstvo i koji zemlji izvoznici donose veći novac nego što sami vrede.

Za merkantiliste do bogatstva se dolazi preko istovremenog povećanja proizvodnje i izvoza i preko smanjenja domaće potrošnje. Ukoliko je manja domaća potrošnja, utoliko će sa jedne strane preostati više domaćih proizvoda za izvoz, a sa druge strane biće manja potreba za uvozom.

Kao argumente za vođenje protekcionističke ekonomske politike autori merkantilističkog pravca najčešće navode: odbranu zemlje, zaštitu mlade industrije, zaštitu ključne industrije, porast zaposlenosti, efekat multiplikacije i dr.

Merkantilizam predstavlja pravac koji razvija veliki broj autora; oni nemaju homogene ideje, ali tri zajedničke koje dele svi merkantilisti su:

- Izvor bogatstva je novac (odnosno zlato i srebro),
- do novca se dolazi putem spoljne trgovine i
- u spoljnoj trgovini izvoz mora biti veći od uvoza.[21]

Merkantilisti su bili fascinirani zlatom (novcem). Merkantiliste nije interesovala upotrebna vrednost zlata i srebra, već pre svega njegova prometna vrednost. Univerzalan način za povećanje zlata i srebra za sve zemlje koje nisu imale svoje

21 Jakšić, M., Razvoj ekonomske misli, Ekonomski fakultet, Beograd, 1999.

Boks br. 2.1. – Praktične ideje o ekonomskoj politici

Veliki značaj merkantilizma je što je upravo razvio veliki broj praktičnih ideja o ekonomskoj politici. Na primer, Tomas Man je za oporavak engleske tekstilne industrije predlagao meru koju danas često koriste multinacionalne kompanije kada ulaze na neko lokalno tržište. On je predlagao da se cena snizi ispod troškova proizvodnje da bi se uništila strana konkurencija, a onda se porastom cene nadoknađuje izgubljen profit

Svaki brod koji je isplovljavao iz Španije bio je u obavezi da u zemlju vrati istu vrednost u zlatu i srebru. Izvoz zlata i srebra iz zemlje bio je kažnjavan smrtnom kaznom. Britanija je podsticala razvoj sopstvene brodogradnje posebnim povlasticama – na primer, pravo trgovine sa kolonijama i uvoz strane robe u Britaniju mogao se vršiti samo britanskim brodovima (britanskim brodovima su se smatrali oni brodovi koji su proizvedeni u Britaniji i čiji je kapetan i tri četvrtine posade britanske nacionalnosti). Na crkvenim skupovima je propagirano da je obavezna kupovina domaćih proizvoda. Eduvard VI, da bi povećao prodaju ribe, doneo je propis da se za vreme posta može jesti samo riba. Da bi se podržala proizvodnja vune i ovčarstva, Engleski parlament je 1666. godine doneo propis da se umrli mogu sahraniti samo ako su u košulji i prekrivaču od čiste vune.

rudnike bila je spoljna trgovina, a jedino su Španija i Portugalija imale rudnike zlata i srebra u prekomorskim kolonijama. Zato je jasno zašto je pažnja merkantilista usmerena ka spoljnoj trgovini.

Najveća slabost merkantilizma je što nije izašao iz sfere prometa. Takodje, jedna od slabosti merkantilizma je i teza da su monetarni faktori, a ne realni, ti koji pokreću ekonomsku aktivnost i ekonomski rast. Odnosno, smatrali su da promene u količini novca utiču na promene obima proizvodnje. Ovakvo mišljenje je preovladalo sve do pojave klasičnih ekonomista, koji su jasno ukazali da ekonomska aktivnost zavisi od realnih faktora: količine rada, prirodnih resursa, kapitala, institucionalne strukture i dr. Ipak, merkantilizam je prva koncepcija ekonomske politike, koja ima zaokružen sistem, a ne samo parcijalne i nepovezane instrumente ekonomske politike.

2. Fiziokratizam - Fiziokrati predstavljaju grupu francuskih ekonomista. Fizio-

krati su bili relativno mala grupa i njihov uticaj je bio mnogo veći u kasnijoj ekonomskoj istoriji, nego što su imali uticaj na kreiranje ekonomske politike.[22]

Fiziokratizam se javlja kao reakcija na prethodni period kada su merkantilističkim merama poljoprivreda i seljaštvo dovedeni u izuzetno težak položaj. Osnovni izvor bogatstva je poljoprivreda, jer je ona jedina delatnost koja daje višak iznad uloženih troškova u proizvodnju, tzv. čisti proizvod. Svi ostali vidovi proizvodnje daju prinose koji su u najboljem slučaju jednaki troškovima uloženim u njihovu proizvodnju. To ne znači da su fiziokrati smatrali da su ostali oblici rada beskorisni, ali su ogroman značaj pridavali poljoprivredi. Sav rad su podelili na produktivni i sterilni (neproduktivni).

Osnovni razlozi okretanja fiziokrata poljoprivredi su: prvo, merkantilistička epoha je dovela u relativno nepovoljan položaj poljoprivredu i poljoprivredne proizvođače; drugo, trebalo je obezbediti dovoljnu količinu hrane za stalno rastući broj stanovnika; i treće, to je period u kojem je izuzetno uznapredovala agrarna tehnika.

Svoju ekonomsku teoriju su razvili sa ciljem formulisanja pravilne ekonomske politike. Njihova ideja je poštovanje prirodnog zakona pri formulisanju ekonomske politike. Smatrali su da prirodni zakoni upravljaju ekonomijom, da su nezavisni od ljudske volje i da ih pojedinci mogu otkriti isto kao što otkrivaju zakone koji važe u prirodnim naukama. Suština ekonomske politike fiziokrata se zasnivala na *laissez-faire* koncepciji, slobodnoj trgovini, podsticanju poljoprivredne proizvodnje i uvođenju jedinstvenog poreza na čist dohodak od zemlje. Ideal organizacije društva za njih predstavlja Kina, kao zemlja sa velikim zemljišnim posedima, razvijenim irigacionim sistemima, jedinstvom zanata i poljoprivrede, razuđenim državnim aparatom. Odbacili su merkantilističku politiku intervencionizma, koju su smatrali glavnim ograničavajućim faktorom privrednog razvoja.

Fiziokrati u osnovi suprotstavljaju svoj sistem merkantilističkom i jasno ističu da bogatstvo nije u novcu već u upotrebnim vrednostima. Trgovina više nije grana koja stvara bogatstvo, jer se u trgovini razmenjuju *jednake vrednosti za jednake vrednosti*, tako da je trgovina, po njihovom mišljenju, sa aspekta stvaranja društvenog bogatstva sterilna.

---

22 Njihov uticaj na ekonomsku politiku Šumpeter je izjednačio sa uticajem koji danas u savremenim društvima imaju grupe za ostvarenje ženskih prava. (Schumpeter, J., Povijest ekonomske analize, 1975.). J. Rues je istakao da su fiziokrati "bili ipak samo jedna slaba, na Francusku ograničena škola", bez većeg uticaja na dalji razvoj ekonomske misli (Rues, J., "Koncepcije Adama Smita o ekonomskoj politici" u zborniku Dvesta godina ekonomske nauke, Savremena administracija, Beograd, 1978.).

Oštro se protive monopolima i svim vrstama privilegija. Nisu za ukidanje privatnog vlasništva nad zemljištem, jer ga smatraju prirodnim pravom. Bili su protivnici luksuzne potrošnje jer su smatrali da ona ugrožava čist proizvod. Isticali su da je neophodno ukidanje spoljnih i unutrašnjih carina, kao i poreza koji deluju destimulativno. U oblasti fiskalne politike zalagali su se za uvođenje jedinstvenog poreza na čist dohodak. S obzirom da poljoprivredna klasa višak iznad uloženih troškova – čist proizvod – daje klasi vlasnika, po fiziokratima jedino je klasa vlasnika subjekt oporezivanja.

Kao i merkantilisti i **fiziokrati su na određen način jednostrani, jer predmet njihove analize nije proizvodnja uopšte, već samo poljoprivredna proizvodnja.**

3. **Klasična škola** - Krajem XVIII veka dolazi do krupnih promena u ekonomskoj politici i do pojave nove škole – klasične škole. Osnovne postavke od kojih je polazila klasična škola su:

- pojedinci su racionalna ekonomska bića i uvek teže maksimiziranju lične korisnosti;
- na tržištu postoji savršena konkurencija tako da pojedinci trguju po datim cenama koje su savršeno fleksibilne;
- svi pojedinci imaju savršene informacije o tržištu;
- trgovina se obavlja po ravnotežnim cenama koje postoje na svim tržištima.

Državni intervencionizam se smatra štetnim, jer koristi samo uskim društvenim grupama, odnosno svako kršenje prirodnih sloboda je moralno pogrešno i ekonomski štetno. Mikroekonomija i optimiziranje ponašanja potrošača je u drugom planu, jer smatraju pojedinca *homo ekonomikus-om*, to jest racionalnim ekonomskim bićem koje je uvek motivisano maksimiziranjem lične korisnosti. **Ukoliko je lični interes najefikasniji pokretač privredne aktivnosti, onda je državna intervencija suvišna jer mu je protivna**.

Filozofija klasične škole je filozofija ekonomskog liberalizma – *laissez faire.*[23] Klasična škola je dala snažnu kritiku merkantilističkog i fiziokratskog sistema. Bogatstvo naroda se sastoji u količini proizvedenih materijalnih dobara i na taj način

23 Poreklo lesefer koncepcije se vezuje za XVII vek i proteste francuskih preduzetnika protiv državne intervencije. Lesefer koncepcija označava nepoverenje prema intervencionizmu, odnosno antiintervencionizam

klasična škola prenosi fokus istraživanja i delovanja ekonomske politike na proizvodnju.

Ekonomski liberalizam klasične škole nije značio negiranje svih funkcija države, već se zalagao za njihovo ograničavanje. Državi ostaju samo funkcije odbrane zemlje, zaštita pravde, pravno regulisanje privrednih tokova, garantovanje privatne svojine nad faktorima proizvodnje i da podiže i uzdržava izvesne javne ustanove, čije podizanje i uzdržavanje nije u interesu nekog pojedinca ili malog broja pojedinca (misli se na javne delatnosti koje nisu profitabilne, ali imaju velike društvene efekte).

Klasičari smatraju da je liberalnokapitalistički sistem idealan i da poseduje samouravnotežujuće mehanizme. Direktna poruka za ekonomsku politiku glasi: slobodno tržište će uvek voditi privredu ka ravnoteži, a državna intervencija može samo da šteti na tom putu. Klasičari su bili svesni da tržišna ekonomija može odstupiti od svog ravnotežnog nivoa, ali su smatrali da su takva odstupanja samo privremena i vrlo kratka, odnosno smatrali su da će tržišni mehanizam vrlo brzo i efikasno vratiti privredu u ravnotežno stanje. Za klasičare puna zaposlenost je bila normalno stanje stvari. Ovakav stav je u ekonomskoj teoriji i politici preovladavao sve do Velike ekonomske krize i pojave Kejnsove teorije.

Ipak ideal slobodne trgovine nikada nije ostvaren jer je i pored opšteg trenda liberalizcije država zadržala veliki broj funkcija u oblasti spoljne trgovine.

Tokom XIX veka počinje da preovlađuje stav da nove okolnosti, povezane sa povećanjem stanovništva i složenošću industrijskih odnosa, primoravaju državu na širenje svojih funkcija. Država ne treba da sputava individualnu slobodu, već da je učvršćuje i brani od raznih zloupotreba, nepravdi, monopola i dr. Glavni zadatak države je sada da obezbeđuje povoljne uslove radi prosperiteta građana, da poboljšava uslove pod kojima stanovništvo zarađuje i da se brine o socijalnim problemima. Međutim, kako se zaoštravala borba između velikih država za dominaciju na svetskom tržištu, utoliko se više narušavao režim slobodne konkurencije. Država je počela da na razne načine potpomaže razvoj domaće industrije: kreditima, subvencijama, poreskim olakšicama, velikim narudžbinama i dr. Država je započela da gradi puteve, železnice, mostove, posedovala je rudnike i fabrike, stimulisala je dolazak stranih kvalifikovanih radnika, podizala je škole za osposobljavanje domaćih radnika, otkupljivala epohalne pronalaske i dr. U ovom periodu dolazi do dualizma – spajanja privatne inicijative sa državnom.

Iako su predstavnici klasične škole ulazili u suštinu liberalno-kapitalističkih odnosa, oni su ostali na nivou pojavnog, smatrajući postojeći sistem večnim i neprolaznim. Ipak, ideje klasične škole ostavile su dubok trag u kasnijoj teoriji i praksi ekonomske politike. One su ostale neprevaziđene sve do kejnzijanske revolucije, a posle kraha kejnzijanizma klasična linija monetaristi – novi klasičari – ekonomija ponude reafirmiše neke od ovih ideja.

2.3. SAVREMENE KONCEPCIJE EKONOMSKE POLITIKE

2.3.1. Kejnzijanizam

Kejnzijanizam je koncepcija koja se razvila nakon velike Ekonomske krize, a primat u ekonomskoj politici je imala tokom šezdesetih godina prošlog veka. Ova koncepcija je dobila naziv po Džonu Majnradu Kejnsu koji je bio utemeljivač ovog pravca. Nakon Kejnsa veliki broj ekonomista je nastavio da dalje razvija ovaj pravac za koji se slobodno može reći da je jedan od najuticajnijih i u ekonomskoj teoriji i u praksi ekonomske politike. Do pojave kejnzijanizma smatralo se da su fluktuacije ekonomske aktivnosti, koje karakterišu privredne cikluse, prirodni fenomeni koji se jednostavno moraju istrpeti. One su nanosile ogromne štete pojedinim društvima, ali su se prihvatale kao neizbežne. Podrazumevalo se da su vladine akcije nedelotvorne, jer se verovalo da je tržšte samouravnotežujući mehanizam. Međutim, Velika ekonomska kriza pokazala je svu nesposobnost tržišta kao samoregulišućeg mehanizma. U svojoj knjizi *Opšta teorija kamata, zaposlenosti i novca,* Kejns je dao objašnjenje zašto se dogodilo to što se dogodilo, kako dalje i naročito šta uraditi da se to ne ponovi.

Kejnzijanska teorija polazi od toga da tržišni sistem funkcioniše tako da se privredni sistem po pravilu nalazi ispod nivoa pune zaposlenosti faktora proizvodnje. Ovo vodi zaključku da ekonomija teži da trajno ostane ispod nivoa pune zaposlenosti, ukoliko država ne aktivira intervencionističku politiku regulisanja ekonomskih procesa. **Osnovni uzrok cikličnih fluktuacija po kejnzijacima su fluktuacije agregatne tražnje.** Ovaj stav implicira da je nužno da u određenim vremenskim trenucima država svojom potrošnjom poveća agregatnu tražnju.

Ključan stav u Kejnsovoj teoriji je bilo uvođenje koncepta nevoljne nezaposlenosti. Koncept nevoljne nezaposlenosti polazi od pretpostavke da postoje oni radnici koji su spremni da rade po postojećim platama, ali nisu u mogućnosti da nadju zaposlenje, što je bilo suprotno koncepciji klasične škole koja je smatrala da tržište uvek obezbedjuje punu zaposlenost. **Kejns i kejnzijanci ističu nesposobnost tržišnog sistema da automatski (bez mešanja države) obezbedi baš onaj obim investicija koji bi doveo do pune zaposlenosti bez inflacije**.

Bitna karakteristika kejnzijanske analize kao i regulisanja privrednih procesa jeste kratkoročni pristup. Poznat je Kejnsov slogan "na dugi rok smo svi mrtvi".

Boks br. 2.2. – Rezultati primene kejnzijanizma u SAD tokom 60-ih

Prv prava primena kejnzijanizma bila početkom 60-ih godina u SAD, gotovo dve decenije posle Kejnsove smrti. Početkom 60-ih godina, u SAD, stopa nezaposlenosti se kretala oko 7% i predstavljala je klasičan kejnzijanski primer nevoljne nezaposlenosti. Kejnzijanci su zahtevali aktivnu fiskalnu politiku, kako bi se snizila nezaposlenost i povećao rast realnog društvenog proizvoda. To je i urađeno, 1964. godine, – Zakonom o prihodu snižene su stopa poreza na dohodak stanovništva za 20% i snižena je stopa poreza na dobit za 8%. Istovremeno vođena je i blago ekspanzivna monetarna politika. Država je finansirala i određene javne radove u cilju povećanja agregatne tražnje.

Pomenute mere su povećale društveni proizvod za 36,2 milijarde dolara. U 1964. godini stopa nezaposlenosti je bila 5,2%, a dve godine kasnije ona je opala na 3,8%. Od 1960. do 1964. godine realni društveni proizvod je porastao za 11,3%, a od 1964. do 1967. godine za 15,4%. Dok je u petoj deceniji realni društveni proizvod povećan za 15,4%, u šestoj deceniji on je povećan za 47%. Rast produktivnosti je bio brz, a stopa inflacije je bila niska. Nimalo ne čudi što je postojao značajan optimizam povodom mogućnosti kejnzijanske ekonomije.

Krajem 60-ih godina došlo je do rasplamsavanja Vijetnamskog rata, ali američka privreda je i dalje bila u svojoj najduže zabeleženoj ekspanziji – stopa inflacije je bila 5%, a stopa nezaposlenosti 3,8%. Kao posledica Vijetnamskog rata došlo je do blagog povećanja poreza, ali ono nije negativno uticalo na ekonomsku situaciju.

Ključna politika u kejnzijanskoj teoriji je fiskalna politika. Kad god privreda pokazuje znake recesije i klizanja u depresiju, lek treba tražiti u povećanju državne potrošnje – koja bi trebalo da nadoknadi nedovoljne privatne investicije – i sniženju poreza. Država putem javnih radova (izgradnja puteva, mostova, škola i sl.), velikih narudžbi, upošljavanja velikog broja radnika i investiranja u državne fabrike direktno povećava agregatnu tražnju i putem multiplikatorskog dejstva utiče na veće povećanje društvenog proizvoda, nego što je inicijalni iznos investicija.

Kej nzijanci ističu da **porast javnih rashoda ima snažnije dejstvo od sniženja poreza**. Kejnzijanci sugerišu da država treba da u periodu recesije, u cilju povećanja agregatne tražnje, kreira budžetski deficit. Medjutim, u periodu ekspanzije država treba da kreira budžetski suficit, tako da bi na taj način u dugom roku bio obezbedjen uravnotežen budžet (deficiti iz recesije bili bi pokriveni suficitima iz ekspanzije). Za pokriće budžetskog deficita sugeriše se emisija obveznica, a nikako emitovanje novca, jer bi to kreiralo visoku inflaciju.

Monetarna politika u kejnzijanskoj teoriji je od sekundarnog značaja, jer kejnzijanci smatraju da ona nije efikasna kao fiskalna politika. U kriznim uslovima monetarna politika treba da doprinese ekonomskom oporavku preko povećanja dostupnosti jeftinih kredita. Lako dobijanje kredita i niža kamatna stopa deluju stimulativno na ukupnu investicionu aktivnost, što u krajnjoj liniji dovodi do povećanja ukupne proizvodnje, odnosno realnog nacionalnog dohotka, i zaposlenosti.

Najvažniji cilj ekonomske politike, po kejnzijancima, je odstranjivanje masovne nezaposlenosti. Da bi se ostvario visok nivo zaposlenosti nužno je da postoji visok nivo agregatne tražnje i to kako investicija, tako i lične potrošnje.

Suzbijanje inflacije je sekundaran cilj. Kejnzijanska teorija smatra da je umerena inflacija u uslovima funkcionisanja razvijene ekonomije neophodna kao cena koja se mora platiti za dinamiziranje privredne aktivnosti, s tim što umerena inflacija deluje kao skriveno oporezivanje neaktivnog novca[24] i time doprinosi bržem trošenju formiranih dohodaka, pa prema tome ima stimulativno dejstvo.

Kejnzijanska terorija je relativno brzo počela da osvaja primat u ekonomskoj

24 Nekativan novac je onaj novac koji nije u opticaju. Kejnzijanci smatraju da će niska inflacija uticati da pojedinci ne drže novac kod kuće, već da ga ili potroše (čime povećavaju agregatnu tražnju) ili da ga polože u bankarski sistem, što stvara mogućnost da banka odobri nekom drugom pojedincu kredit, koji bi kroz investiranje zaposlio dodatne radnike.

teoriji, a početkom 60-ih preuzela je i primat u ekonomskoj politici. Početni rezultati primene su bili izuzetno uspšeni i vrlo brzo svi makroekonomisti su prihvatili kejnzijansku teoriju.

Međutim, početkom 70-ih godina situacija je počela da se pogoršava. Stopa inflacije, koja je počela blago da raste još krajem šezdestith godina, počela je sve brže da raste. Fiskalni prihodi nisu pokrivali rashode, tako da je došlo i do rasta budžetskog deficita. Na kraju došlo je i do rasta nezaposlenosti. Kejnzijanci nisu imali odgovor na pitanje šta preduzeti u datoj situaciji, jer su smatrali nemogućim istovremen rast inflacije i nezaposlenosti. Od tog trenutka kejnzijanizam gubi primat u ekonomskoj teoriji i ekonomisti se okreću ka drugim makroekonomskim školama, pre svega ka monetarizmu. Medjutim, pojava globalne finansijske krize i neophodnost državne intervencije ponovo je vratila kejnzijanizam u centar ekonomske politike i razvijenih i zemalja u razvoju.

Kritički osvrt na kejnzijansku ekonomsku politiku

Kejnzijanska teorija ipak ima dosta slabosti. Svakako prva slabost je to što je zanemaren značaj inflacije. Medjutim, treba imati u vidu da je Kejns svoju teoriju razvio u vremenu duboke recesije i nezaposlenosti, kada inflacija nije bila problem. Sam Kejns je govorio: *Navoditi bauk inflacije kao moguću posledicu politike proširenog ulaganja kapitala danas je isto što i upozoravati pacijenta koji je iz dana u dan sve mršaviji na opasnost od preterane gojaznosti.*[25]

Kritika kejnzijanske politike državne intervencije ističe da ona može imati dugoročne efekte u pravcu obaranja stope rasta društvenog proizvoda. Kritičari ističu da ona može dovesti do takozvanog efekta istiskivanja. Naime, pojedinci sa viškom novca umesto da slobodna novčana sredstva investiraju koriste za kupovinu državnih obveznica. Na taj način umesto da ova sredstva idu u investicije koje znače rast proizvodnje i zaposlenosti idu u pokriće državne potrošnje.

Nesumnjivo je da na kratak rok kejnzijanska ekonomija ostvaruje pozitivne efekte. Naime, ekspanzivna monetarna politika utiče na sniženje kamatne stope i rast investicija; ekspanzivna fiskalna politika – preko povećanja agregatne tražnje –

25 Keynes, J. M., Ekonomski eseji, Matica srpska, Novi Sad, 1987.

snažno deluje na brži rast proizvodnje; spoljnotrgovinski deficit deluje kao dodajna akumulacija. Međutim, u

dugom roku dolazi do kumuliranja ekonomskih poremećaja. Ekspanzivna monetarna politika vodi rastu stope inflacije, a ekspanzivna fiskalna politika vodi stvaranju budžetskih deficita – koji povlače spoljnotrgovinski deficit (neodrživ na duži rok) – i istiskivanju sektora stanovništva i privrede. Onog trenutka kada dođe do istovremenog rasta stope inflacije i stope nezaposlenosti kejnzijanska teorija postaje potpuno neupotrebljiva.

* * *

I danas, 65 godina nakon objavljivanja *Opšte teorije* i 55 godina nakon Kejnsove smrti, još uvek traje rasprava o kejnzijanskim doprinosima. Mišljenja i stavovi su vrlo različiti. Veliki doprinos kejnzijanske teorije je to što je napustila sliku uprošćene, savršeno konkurentne ekonomije. Ipak, Kejns je bio napadan i sa strane levice i sa strane desnice. Levica ga je optuživala da je apologeta kapitalističkog sistema i sopstvene klase, a desnica da je socijalistički reformator čiji je cilj rušenje kapitalističkog sistema.

O njemu su na kongresu Američke ekonomske asocijacije govorili *kao o revoluciji u ekonomskom mišljenju, koja se može uporediti samo sa Darvinovom, ili možda Kopernikovom revolucijom.*[26] Međutim, Fridman, utemeljivač monetarizma, ima sasvim drugo mišljenje i smatra da *pored velikog uticaja Kejnsova teorija nije ništa više do neuspeli eksperiment čija je jedina zasluga u tome što je jedan nedelotvorni ćorsokak sada ispitan i tu drugi neće zalutati*.

Ipak, o tragu koji je za sobom ostavio Kejns najbolje mogu posvedočiti sledeće reči Šumpetera: *Kao većina velikih ekonomista čija je poruka doprla do šire javnosti, a osobito poput A. Smita, lord Kejns nije bio samo istraživač na području ekonomske analize. Bio je žestok i neustrašiv vođa javnog mnjenja, mudar savetnik svoje zemlje i uspešni predstavnik njenih interesa. Čovek koji bi osvojio mesto u istoriji čak i da nije nikada napisao ni jedan red posebnog naučnog istraživanja: On bi još uvek bio taj koji je napisao "Ekonomske posledice mira" i time zablistao u međunarodnoj sla-*

26 Šoškić, B., "Kejnsova Opšta teorija zaposlenosti, kamata i novca", Ekonomski anali br. 134, 1997.

vi u času kada su ćutali ljudi iste sposobnosti i opažanja, ali i manje hrabrosti i ljudi iste hrabrosti, ali manje sposobnosti opažanja.[27]

Nesporno je da su Kejnsova teorija zaposlenosti i na osnovu nje postavljena kejnzijanska teorija odigrale značajnu ulogu u formiranju ekonomske politike zapadnih privreda. Nesporno je i to da je ta teorija značila prekretnicu u razvoju ekonomske teorije i politike.

Na kraju, koje god mišljenje prihvatili, Kejns je ekonomista kojim su se najviše bavili drugi ekonomisti, ekonomista koji je najviše citiran u ekonomskoj teoriji i praksi i kao takav sigurno jedan od najvećih ekonomista koji su ikada živeli i radili.

2.3.2. Monetarizam

Monetarizam je škola čije korene nalazimo još u klasičnoj školi. Medjutim, primat u ekonomskoj teoriji i politici je ostvarila tek nakon neuspeha kejnzijanske politike 70-ih godina da se izbori sa istovremeno rastućom inflacijom i nezaposlenošću. Ono što je za kejnzijanizam bio Kejns, to je za monetarizam Fridman. Ključne razlike u kejnzijanskom i monetarističkom pogledu na ekonomsku politiku ogledaju se u različitim pretpostavkama o delotvornosti državnog intervencionizma sa jedne strane, i tržišta sa druge strane. Za kejnzijance je puna zaposlenost uslov zdravog društva, a za monetariste stabilnost cena je uslov zdravog tržišta.

Monetarizam polazi od pretpostavke da je tržište samouravnotežujući mehanizam i da on obezbedjuje stabilnosti privrede i punu zaposlenost. Državna intervencija se smatra kontraproduktivnom, jer ona po mišljenju monetarista dovodi do smanjenja državnog blagostanja.

Prekomerna državna intervencija i mešanje države u izbor pojedinaca su kontraproduktivni, jer rezultiraju u neracionalnoj alokaciji ograničenih resursa i slabe preduzetničku inicijativu. Stoga je osnovna filozofija monetarizma liberalna ekonomska politika. Zadatak države je da propisuje minimalne propise, da štiti građane i insti-

27 Šumpeter, J., Povijest ekonomske analize, Informator, Zagreb, 1975.

tucije. Intervencionistička politika je neefikasna zato što su naša znanja o ekonomiji nedovoljna i zato što postoje dugotrajna i promenljiva vremenska kašnjenja.[28]

Dve važne hipoteze monetarista su:

- odvojenost realnog i nominalnog sektora (realni impulsi imaju realne efekte, a nominalni impulsi imaju nominalne efekte) i
- promena novčane mase nema realnih efekata, ni na obim proizvodnje ni na promenu relativnih cena, pa se može zaključiti da je novac neutralan.

Odatle sledi zaključak da kejnijansko povećanje tražnje ne može povećati proizvodnja i sniziti nezaposlenost ispod prirodne stope nezaposlenosti i monetarni impulsi dugoročno deluju samo na nominalne varijable.

Predstavnici ovog pravca su dali čisto monetarno objašnjenje privrednih ciklusa, kao rezultat neslaganja ponude i tražnje za novcem. U prvom trenutku ekspanzivna monetarna politika rezultira u rastu realnih varijabli i tada privreda ulazi u kratkoročnu ekspanziju, nakon završenog procesa tržišnog prilagođavanja dolazi do porasta cena i ekspanzija se završava. Obrnuta situacija je u slučaju kada je tražnja za novcem veća od ponude novca. Monetaristi ne negiraju uticaj i drugih faktora na privredne cikluse, ali je njihov uticaj sekundarnog karaktera. Za razliku od kejnzijanaca koji su u svojoj teoriji potpuno zanemarili očekivanja, monetaristi su uveli koncepciju adaptivnih očekivanja. Prema ovoj koncepciji pojedinci nisu pasivni posmatrači i polazeći od svojih znanja, iskustva iz prošlosti, raspoloživih informacija i sl. nastoje da anticipiraju kretanje varijabili koje su od značaja za njihovo poslovanje, kao što je npr. inflacija. Medjutim, prema koncepciji adaptivnih očekivanja očekivana vrednost neke varijabli će se kretai u granciama njenog istorijskog kretanja. Npr. ukoliko je inflacija u prošlosti bila u rasponu izmedju 10% i 20%, očekivana stopa inflacije za narednu godinu neće biti niža od 10% niti viša od 20%. Na ovaj način adaptivna očekivanja ostavljaju prostor za pravljenje sistematske greške. Naime, ukoliko neka veličina postaje stalno rastuća ona će u modelu adaptivnih očekivanja biti stalno potcenjena. Obrnuto, ukoliko je neka veličina kontinuirano opadajuća ona će u modelu adaptivnih očekivanja biti stalno precenjena.

28 Postoji najmanje tri vrste kašnjenja. Prvo, od trenutka kada je neki poremećaj počeo da dejstvuje do trenutka kada je on primećen. Drugo, od trenutka kada je poremećaj primećen do trenutka formulisanja određene mere. I treće, od trenutka primene mere do njenog dejstva na uočeni poremećaj. Imajući u vidu ova kašnjenja moguće je da mera čiji je cilj bio savladavanje recesije počne da deluje u trenutku kada privreda uđe u ekspanziju.

Boks br. 2.3. – Monetaristička politika Velike Britanije tokom sedamdesetih

Monetaristički model ekonomske politike, od sredine 70-ih godina prošlog veka, primenjivale su vlade velikog broja zemalja: Velike Britanije, SAD, Nemačke, Austrije, Italije i dr. Tipičan primer monetarizma je program koji je primenila Margaret Tačer, krajem 70-ih godina prošlog veka. Osnovni cilj pomenutog programa je bio kontrola stope inflacije kroz kontrolu ponude novca, uravnotežen budžet, unapređenje konkurentnosti, podsticaji privatnoj inicijativi i privatizacija ranije nacionalizovanih preduzeća. Najvažnije sprovedene mere bile su: sniženje ponude novca, povećanje proizvodnje i produktivnosti, smanjenje moći sindikata i sniženje troškova rada.

U sklopu pomenutog programa preduzete su i sledeće mere:, sprovedena je privatizacija izabranih državnih sektora (železnica, telekomunikacije, elektroprivreda i dr.), snižen je broj državnih činovnika, snižene su poreske stope, zakonski je smanjena moć sindikata i dr. Na početku primene programa izbio je veliki štrajk rudara, ali Vlada nije popustila i nakon jedanaest meseci štrajk je "slomljen".

Ostvareni rezultati nisu u potpunosti odgovarali očekivanjima. Naime, iako su ostvarene neke osnovne liberalističke vrednosti – kao što su ekonomske slobode, konkurentsko tržište, preduzetnička inicijativa i dr. – pokazalo se da je monetarizam uspešan kada je u pitanju sniženje inflacije, ali da se plaća visoka cena u vidu rasta nezaposlenosti. Kao rezultat primene monetarističkih mera snižena je inflacije sa 10,6% na 6,2%, ali je u jednom trenutku stopa inflacije dostigla i nivo od 20%. Nezaposlenost je porasla na 13% (sa 1,3 na 3,1 miliona nezaposlenih), ali poseban problem je bio što je porasla dugoročna nezaposlenosti i broj nezaposlenih starijih od 45 godina. Takođe, došlo je do privremenog pada društvenog proizvoda, blagog porasta produktivnosti i sniženja državnih rashoda. Produktivnost je porasla, mada je porast produktivnosti bio umeren i iznosio je 5% do 6%.

Objašnjenja monetarista o ovim neočekivanim rezultatima bazirala su se na hipotezi da je kraj 70-ih obeležilo nekoliko manjih recesija u svetskim razmerama i da je nezaposlenost rasla i u drugim industrijski razvijenim zemljama koje nisu primenjivale monetarističke mere. Vlada M. Tatcher je ostala na vlasti punih jedanaest godina sa promenljivim rezultatima. Inflacija je zaustavljena, smanjena je moć sindikata , povećana je konkurentnost britanske privrede, ali je monetaristički program samo delimično uspeo. Nova konzervativna vlada je nastavila sa vođenjem politike niske stope inflacije, uz argumentaciju da nezaposlenost pogađa samo nezaposlene, a da inflacija pogađa sve.

Bazični stav od kojeg polaze monetaristi je da će slobodno tržište, ukoliko nije ometeno od strane države, uvek voditi privredu ka ravnoteži pune zaposlenosti faktora proizvodnje, osim ukoliko nije u pitanju neki privremeni šok. U slučaju privremenog šoka tržištu je potreban odredjeni vremenski period nakon kojeg će doći do uspostavljanja dugoročne ravnoteže. Stoga monetaristi pomeraju fokus svoje koncepcije sa kejnzijanskog kratkog roka na dugi rok. Monetaristi razlikuju efekte ekonomske politike u dugom i kratkom roku. **Efekti ekspanzivne monetarne politike u kratkom roku se dekomponuju na rast nominalnih (inflacije) i na rast realnih varijabli (proizvodnje i zaposlenosti), dok u dugom roku rastu samo nominalne varijable (inflacija)**. Ovo je suština monetarističke hipoteze o neneutralnosti novca u kratkom roku i o neutralnosti novca u dugom roku.

Monetaristi ističu da je država sklona da pravi inflaciju i da povećava državne rashode koji vode permanentnom deficitu. Razlozi za ovakvu politiku vlade javljaju se zbog: nedovoljnog poznavanja ekonomije, političkih ciklusa (u cilju da ostane na vlasti vlada je sklona da pokuša da preko povećanja inflacije smanji nezaposlenost), organizovanih akcija moćnih lobija i dr. Monetaristi smatraju da glavni problem nije nezaposlenost, jer tržiše obezbedjuje punu zaposlenost, već inflacija. Upravo zato primat treba da ima monetarna u odnosu na fiskalnu politiku, jer je ona efikasnija u borbi protiv inflacije. Monetaristi smatraju da ključni instrument monetarne politike ne treba da bude upravljanje kamatnom stopom, kao što su to smatrali kejnzijanci, već upravljanje ponudom novca. U politici upravljanja ponudom novca monetarna politika treba da svede fluktuacije u ponudi novca na minimum, jer stabilne ili konstantne stope monetarnog rasta imaju stabilizirajući efekat.

Inflacija je kod monetarista uvek monetarni fenomen, to jest rezultat povećanja količine novca u opticaju. Zbog toga je i univerzalno rešenje za infaciju restriktivna monetarna politika, to jest smanjenje količine novca u opticaju. Prilikom objašnjenja inflacije monetaristi polaze od kvantitativne jednačine novca koja se može prikazati preko sledeće jednačine:

$$M \times V = P \times Q$$

M – količina novca u opticaju, V – brzina opticaja novca, P – nivo cena, Q obim proizvodnje

U monetarističkoj teoriji brzina opticaja novca i nivo proizvodnje su konstantni.

Jedine varijable u ovoj jednačini su količina novca u opticaju i nivo cena. To znači ukoliko se poveća količina novca u opticaju da će se povećati i nivo cena.

Monetarna politika predstavlja centralno sredstvo ekonomske politike, ali nema ulogu antikriznog regulisanja privrede kao kod kejnzijanaca, već antiinflacione zadatke. Monetaristi ne poriču da do inflacije može doći i kao rezultat porasta troškova, ali isključivo kao posledica već započete monetarne emisije, tako da troškovi imaju samo ulogu transmisije monetarnog impulsa. Strukturna inflacija se može pojaviti ukoliko u određenim sektorima dođe do porasta cena. Međutim, ukoliko se vodi čvrsta monetarna politika porast cena u jednom sektoru će biti neutralisan sniženjem cena u drugim sektorima u privredi.

Fiskalna politika kod monetarista ima sporedan značaj, iako je predmet izučavanja.[29] Fiskalna politika ima uticaj na privredu samo u meri u kojoj utiče na kretanje novčane mase. Fridman je istakao: *Da bi porast poreza imao značajan uticaj na privredu on mora da na neki način utiče na monetarnu politiku – količinu novca i njegovu stopu rasta.... Nivo poreza je važan – jer utiče na to koliko naših sredstava koristimo preko države, a koliko koristimo kao pojedinci. Nivo poreza nije važan kao osetljiv i snažan instrument kontrole cena i dohotka na kratak rok*.[30]

Monetaristi se zato zalažu da se diskreciona fiskalna politika – koja sama pospešuje, ako ne i izaziva cikluse – zameni politikom uravnoteženog budžeta. Čak i politika deficitnog finansiranja na bazi obveznica prema monetaristima ima negativne efekte. Upliv državnih obveznica na finansijskom tržištu izaziva rast kamatnih stopa, a više kamatne stope obeshrabruju potrošnju i investicione poduhvate čime se poništava efekat povećanja agregatne tražnje kreiran budžetskim deficitom. Prema monetaristima, bez obzira na način deficitnog finansiranja ukupan obim agregatne tražnje ostaje nepromenjen, iako budžetski rashodi neprekidno rastu. Ono što dobija u vidu državnih investicija privreda gubi usled pada privatnog ulaganja i lične potrošnje.

Prema monetaristima prekomerna državna intervencija, prenaglašena fiskalna politika i značajna socijalna pomoć su kontraproduktivni, jer sa jedne strane slabe preduzetničku inicijativu, a sa druge strane vode kumuliranju budžetskih deficita.

29 Monetaristi smatraju da je fiskalna politika neefikasna, jer dovodi do istiskivanja privatnog sektora i akceleracije inflacije.
30 Navedeno prema: Bajec, J. i Joksimović, Lj., Savremeni privredni sistemi, Ekonomski fakultet, Beograd, 1997., str. 178.

Monetaristi se zalažu za smanjenje budžetskih izdataka, smanjenje poreskih opterećenja, smanjenje državnih transfera u cilju povećanja konkurentnosti. Naročito su značajne reforme na tržištu rada koje se ogledaju u: smanjivanju troškova radne snage (sniženju garantovanih nadnica), ograničavanju moći sindikata i povećanju konkurentnosti tržišta rada.

Monetarizam kao svoj osnovni cilj postavlja borbu protiv inflacije i smanjivanje javne potrošnje, što je prirodna reakcija na kejnzijansku politiku koja je decenijskim podsticanjem agregatne tražnje ostavila u nasleđe visoke budžetske deficite. Imajući u vidu da polaze od pretpostavke da se privreda dugoročno nalazi na nivou prirodne stope nezaposlenosti, jasno je zašto je u monetarističkom modelu ekonomske politike, postizanje pune zaposlenosti od sekundarnog značaja.

Kritički osvrt na monetarističku ekonomsku politiku

Monetarizam je nesumnjivo pružio drugačiji pogled na vođenje ekonomske politike u odnosu na kejnzijanizam. Monetarizam otklanja brojne nedostatke kejnzijanizma poput: uvođenja dugog roka, uviđanja nemogućnosti da se monetarnim promenama ostvari dugoročna realna eskpanzija, uviđanje opasnosti inflacije, prihvatanja činjenice da pojedinci formiraju očekivanja o ekonomskoj politici i dr. Ipak u svojim stavovima, slično kejnzijanizmu, monetarizam je često jednostran. Takođe, nesumnjivo je da je idejni tvorac monetarizma – Milton Fridman – uz Kejnsa najznačajniji ekonomista prošlog veka.

Osnovni cilj ekonomske politike prema monetaristima je da se obezbedi stabilnost cena na dugi rok, dok će sve ostale eventualne distorzije savladati samo tržište. Ovaj stav monetarista je teško prihvatljiv, jer bi to značilo da bi kreatori ekonomske politike trebalo da se usredsrede na održavanje ciljnog monetarnog agregata bez obzira na to šta se dešava u privredi.

Monetarističko gledanje na inflaciju je jednostrano, jer postoje i drugi uzročnici inflacije. Monetarizmu se može uputiti kritika da minimizira ulogu kamatne stope u tražnji za novcem.

Monetarističke pretpostavke o slobodnom tržištu su teorijska apstrakcija, jer u svim privredama postoji manji ili veći stepen državne intervencije. Čak i kada ne bi postojala državna intervencija, prisustvo tržišnih anomalije zahteva korektivnu

državnu intervenciju. Novi kejnzijanci su dokazali da postoje brojni izvori rigidnosti cena i nadnica i u takvim uslovima potrebna je aktivistička ekonomska politika, jer slobodno tržište neće voditi privredu ka ravnoteži. Kritika se upućuje i koncepciji adaptivnih očekivanja, jer privredni subjekti mogu praviti sistematsku grešku, ukoliko neka veličina stalno opada ili stalno raste.

Na kraju treba uzeti u obzir i rezultate koji su ostvareni u slučajevima primene monetarističke politike. Rezultati su pokazali da je monetaristička politika efikasna u obaranju stope inflacije, ali je plaćena cena u vidu recesije, odnosno rasta nezaposlenosti.

2.3.3. Ekonomija ponude

Ekonomija ponude usmerava ekonomsku politiku da se bavi ponudom, smanjenjem rigidnosti i neefikasnosti koje postoje u privredi. Velika dilema je da li ekonomija ponude ima zaokruženo jezgro ideja da bi se moglo govoriti o koherentnoj školi. Sama ekonomija ponude, sa vrlo jednostavnim jezgrom osnovnih ideja, a na momente i vrlo plitka, dobila je veliku popularnost kada je ovaj koncept primenjen 80-ih godina u ekonomskoj politici SAD, za vreme mandata R. Regana.[31] Međutim, pri oceni ovog koncepta ne treba izgubiti iz vida ni činjenicu da se on pojavio u trenutku kada je ekonomska stvarnost ozbiljno nagrizla osnovne postulate do tada preovlađujućih teorija, a ekonomija ponude je imala draž novog vitalnog sistema koji je nudio povratak poverenja u slobodno-preduzetničku privredu.

Ekonomija ponude prenosi težište svog fokusa sa tražnje na ponudu. Napušta se analiza ravnoteže i neravnoteže, a akcenat je na privrednom rastu, rastu proizvodnje i tehničko-tehnološkom progresu.

31 Zbog toga se ponekada ovaj pravac naziva i reganomika. Međutim, imajući u vidu da ekonomska politika SAD nije u potpunosti uvažila sve sugestije ekonomije ponude, već samo neke postulate, pogrešno je izjednačavati ekonomiju ponude sa reganomikom. Osnovne komponente reganomike su bile: snižavanje poreza, snižavanje izdataka za zdravstvenu i socijalnu zaštitu, porast izdataka za odbranu, smanjenje državne regulative i restriktivne stope monetarnog rasta.

Povećani privredni rast pre svega treba da ostvari privatni sektor, jer javni sektor nema vitalnost i snagu privatnog sektora. Da bi se ostavio veći prostor privatnom sektoru neophodno je ne samo sniziti poreze, već sve oblike državnih zahvatanja, odnosno ukupne javne rashode. Cilj snižavanja javnih rashoda je da se smanji uloga nisko produktivne ili neproduktivne državne aktivnosti. Na taj način se oslobađaju resursi za produktivno korišćenje i funkcija proizvodnje se pomera naviše. Glavna poluga ekonomske politike ovog pravca je fiskalna politika. Predstavnici ekonomije ponude posmatraju privredu kao oprugu, koja je savijena pod teretom države.[32] Ovaj pravac polazi od opisa sveta koji karakterišu:

- hipertrofirani javni sektor i preveliki javni rashodi za finansiranje birokratskih službi,
- konkurencija države privatnom sektoru na tržištu kapitala (zbog prevelikih javnih rashoda), koja rezultira u efektu istiskivanja i povećava troškove kapitala i inflatorna očekivanja,
- preobimne mere državne regulative, koje utiču na smanjivanje produktivnosti i
- previsoki porezi, koji imaju nepovoljne efekte na rad, štednju i investicije.

Sve pomenute karakteristike sputavaju investicije i dugoročne investicione projekte čine neizvesnim.

Ekonomija ponude zagovara vraćanje na slobodni tržišni mehanizam. Ekonomska politika treba da napusti kejnzijansko podsticanje tražnje, jer ono samo vodi inflaciji. Cilj treba da bude podsticanje ponude, odnosno osnovni izvor cikličnih fluktuacija su fluktuacije ponude. Najvažnije mere koje predlažu predstavnici ovog pravca su: poresko oslobađanje investicija, ubrzana amortizacija, krediti za istraživanje i razvoj, podsticaji za ulaganje kapitala i dr. **Cilj ekonomske politike je da prilagodi poreske stope da budu stimulativne za akumulaciju kapitala**. Glavni razlog zbog kog je takva mera privlačna, leži u tome što bi viši nivo akumulacije kapitala doveo do povećanja produktivnosti i konačno do smanjivanja inflatornog pritiska. Ekonomija ponude nastoji da eliminiše prepreke dodatnoj inicijativi, to jest nastoji da stimuliše moguću proizvodnju do koje nije došlo zbog nedostatka inicijative, jer ju je država učinila neprofitabilnom

32 Terou, L., "Supply-Side economics – an Aberrant Current or the Economic Mainstream", 1983.

Najvažniije preporuke ekonomije ponude kreatorima ekonomske politike mogle bi se sumirati na sledeći način:

- Snižavanje poreskih stopa i dergulacija;
- stope monetarnog rasta uskladiti sa stopama rasta realnog sektora i
- snižavanje javne potrošnje.

Ključna ekonomska politika ekonomije ponude je fiskalna politika. Ovaj pravac ima dosta sličnosti, ali i razlika i sa kejnzijancima i sa monetaristima. Sličnosti sa monetaristima se, pre svega, ogledaju u odbacivanju upravljanja tražnjom, prihvatanju stava da dugoročni rast određuju realni faktori na strani ponude, a sličnost sa kejnzijancima je utoliko što se daje primat fiskalnoj politici u odnosu na monetarnu politiku. Predstavnici ekonomije ponude ističu da su kejnzijanske politike jednodimenzionalne, jer zapostavljaju ponudu.

Za razliku od kejnzijanaca i monetarista, koji nisu posvetili dovoljnu pažnju produktivnosti, predstavnici ekonomije ponude smatraju da je ona ključna za razmatranje ekonomskog rasta.[33] Nasuprot kejnzijanskom stavu da suštinski nije bitno da li će se sniziti porezi ili porasti javni rashodi, predstavnici ekonomije ponude ističu da između ovih mera postoje suštinske razlike, a postoje i značajne razlike između efekata raznih vrsta sniženja poreza. Za razliku od monetarizma, ekonomija ponude je nastavila sa kejnzijanskim konceptom isticanja fiskalne politike, ali ne radi podsticanja tražnje, već radi podsticanja ponude. I jedni i drugi se zalažu za sniženje poreza; kejnzijanci smatraju da sniženje poreza povećava agregatna tražnja, koja onda podstiče proizvodnju, dok predstavnici ekonomije ponude smatraju da se sniženjem poreza daje dodatni impuls proizvodnji, jer se povećavaju prinosi. Umerena varijanta ekonomije ponude ističe da smanjenje poreza podstiče investicije, štednju i radne napore. Kao naročito značajan instrument ističe se poresko oslobođenje dohodaka koji se reinvestiraju. Takođe se zalažu za poreske olakšice koje bi stimulisale štednju, da bi se obezbedio dovoljan nivo sredstava za investicije.

Kao i monetaristi, smatraju da je inflacija jedino i samo monetarni fenomen. Kao efikasno antiinflaciono sredstvo predstavnici ekonomije ponude predlažu vraćanje na neku vrstu zlatnog standarda, jer bi se na taj način rešio problem "disciplinovanja" vlade.

33 Predstavnici ovog pravca smatraju da je glavni uzrok pada produktivnosti američke privrede početkom 80-ih bio rastući teret države.

Boks br. 2.4. – Rezultati ekonomije ponude u SAD početkom 80-ih

Ekonomija ponude je svoju prvu primenu imala, početkom 80-ih godina, kada je na čelu američke administracije bio Regan. Stoga se ponekad ovaj program još naziva i Reganomika. Cilj novih mera predstavljao je vraćanje tržištu i preduzetničkoj inicijativi. Osnovni elementi novog programa bili su:

- *sniženje poreza,*
- *smanjenje izdataka za zdravstvenu i socijalnu zaštitu,*
- *porast izdataka za odbranu i*
- *restriktivna monetarna politika.*

Doneta je odluka da se sprovede deregulacija privrede, odnosno smanjivanje uloge države u regulisanju privrednog života. Monetarna politika je bila "čvrsta" i njen cilj je bio snižavanje inflacije. U domenu fiskalne politike sprovedeno je sniženje poreza, jer je procenjeno da se, u skladu sa pretpostavkama Laferove krive, privreda nalazila desno od optimalne poreske stope, odnosno da je previsoka poreska stopa obeshrabrivala štednju i rad. Sniženjem poreza deo sredstava umesto da ide u budžet ostajao je privredi i stanovništvu za nove investicije. Veliki značaj je dat smanjenju marginalnih poreskih stopa, jer je procenjeno da one deluju izrazito destimulativno na investicije i privredni rast, odnosno da bi njihovim sniženjem postao mnogo profitabilniji dodatni rad. Posebna pažnja je bila poklonjena smanjenju prosečnog opterećenja krupnog kapitala sa porukom da će "ako krene krupnom kapitalu krenuti celokupnoj privredi, pa i zaposlenima".

Doneta je i odluka da se smanje državni izdaci za socijalnu zaštitu, zdravstvo i besplatnu hranu. Takođe, su bile donete mere usmerene ka smanjenju uloge i značaja sindikata. Imajući u vidu da je kao rezultat predloženih mera došlo do smanjivanja poreskih prihoda, predviđeno je smanjenje i svih ostalih oblika socijalnih "davanja". Jedan od bitnih ciljeva predloženih mera bio je da se ostvari povećanje produktivnosti. Kao olakšice preduzetnicima su dati krediti za istraživanje i razvoj, investicione olakšice, ubrzana amortizacija i dr.

Kombinacija mera čvrste monetarne politike i smanjenja poreza da bi se povećala ponuda je imala promenljive uspehe: opala je inflacija, u izvesnoj meri su porasli proizvodnja i produktivnost, ali je i porastao budžetski deficit.

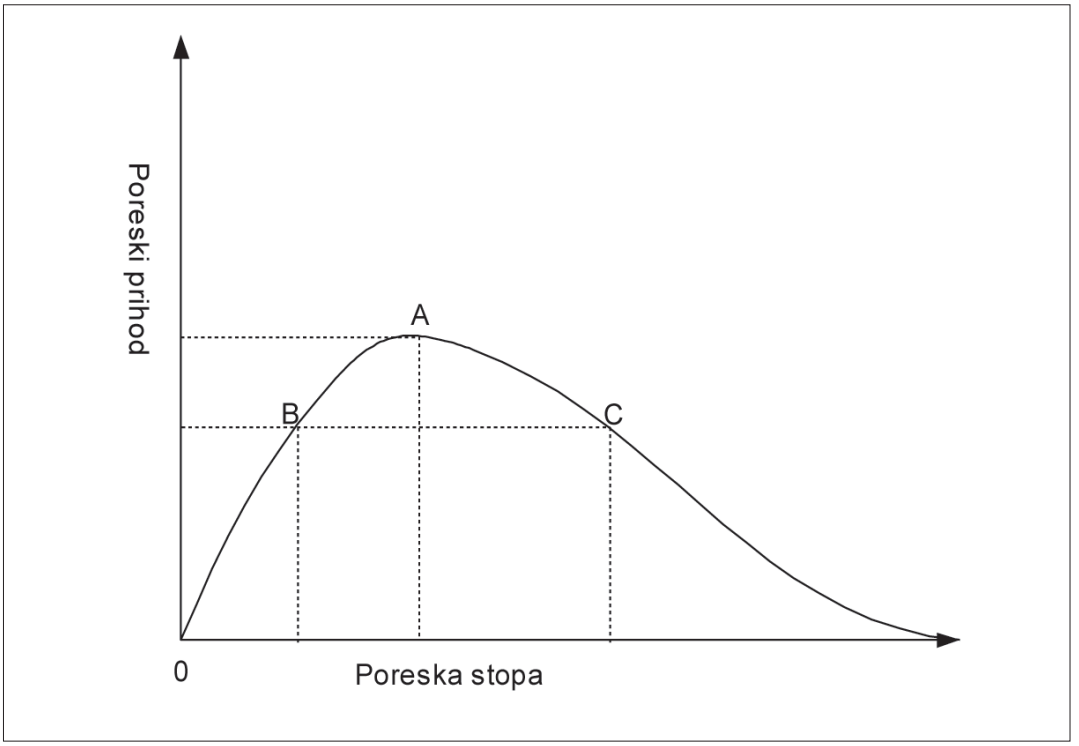
U ekonomiji ponude prevagu ima dugi rok, iako su očekivanja o porastu proizvodne aktivnosti, kao rezultat pravilne ekonomske politike povezana sa kratkim rokom. Slično monetaristima smatraju da mere ekonomske politike koje su optimalne sa aspekta kratkog roka mogu voditi kumuliranju poremećaja u dugom roku.

Nesumnjivo je da se nužna uloga države odnosi na zaštitu pravnog sistema, bezbednosni sistem i osnovne zdravstvene usluge. Međutim, država poseže i za oblastima u kojima je manje efikasna od privatnog sektora. Aktivnosti koje su predate državama, a koje izgleda da nemaju nikakvu produktivnu ulogu obuhvataju masovnu redistribuciju dohotka i bogatstva. Kako državni aparat postaje sve veći on ne doprinosi ništa posebno privrednom razvoju. Imajući u vidu da država svoje usluge finansira porezima, a porezi destimulativno utiču na rad, predstavnici ovog pravca smatraju da hipertrofirani javni sektor je jedan od osnovnih razloga usporenog privrednog razvoja.

Osnovni nosilac privrednog razvoja je ²krupan kapital², odnosno velike korporacije. Samo one sa svojom velikom investicionom moći mogu pokrenuti privredu, odnosno ukoliko postoje povoljni uslovi za njih razvoj, onda će biti dobro celom društvu. Upravo zbog toga ekonomska politika ekonomije ponude je dominantno usmerena na poboljšanje položaja krupnih korporacija, a teret krize se prevaljuje na masovne slojeve zaposlenih / potrošača.Instrument da se ostvare planirani ciljevi je deregulacija privrede, to jest smanjivanje uloge države u privredi, sprovođenje programa reprivatizacije, smanjivanje uloge sindikata.

Predstavnici ekonomije ponude zalažu se za demontažu ²države blagostanja². Oni se zalažu za ukidanje brojnih povlastica koje destimulativno deluju na ponudu rada, kao što su: pomoć za nezaposlene, pomoć za socijalno ugrožene, garantovane nadnice i dr. Ukoliko se država obaveže da će obezbediti osiguranje za starost, bolest, nezaposlenost – ona time smanjuje inicijativu pojedinaca da zarade dodatna sredstva kao osiguranje od pomenutih rizika. Zbog toga se oni zalažu za smanjenje moći sindikata. Cilj je i smanjenje ostalih oblika socijalne pomoći: besplatnog obrazovanja, besplatne hrane, programa stambene pomoći i svih ostalih socijalnih transfera.

Kao analitičko sredstvo predstavnici ekonomije ponude koriste Laferovu krivu. Ona pokazuje da uvek postoje dve tačke koje daju iste ukupne poreske prihode. Na grafikonu 2.1. tačke “B” i “C” daju iste poreske prihode, iako je poreska stopa u tački “C” znatno viša nego u tački “B”.



Grafikon 2.1. – Laferova kriva

Laferova kriva pokazuje da je poreski prihod nulti u dva slučaja: ukoliko je poreska stopa nulta i ukoliko je poreska stopa beskonačno velika. Takodje, postoje dve različite poreske stope koje daju isti poreski prihod (tačke B i C na slici).

U tački A je ostvaren maksimalni poreski prihod. Ukoliko se privreda nalazi desno od tačke A (optimalni poreski prihod) snižavanjem poreske stope može se povećati poreski prihod.

Predstavnici ekonomije ponude su smatrali da se većina privreda nalazi desno od tačke A, tako da bi snižavanje poreza rezultiralo u rastu i poreskog prihoda i ukupnog obima proizvodnje.

Glavna zamerka koja se može uputiti Laferovoj krivi je to što je isuviše teoretski uopštena, jer ne daje nikakav odgovor na pitanje koja je to optimalna poreska stopa koja obezbeđuje maksimalan poreski prihod, odno-sno da li se privreda nalazi u zoni opadajućih ili rastućih poreskih prihoda.

Kritički osvrt na ekonomiju ponude

Poverenje u ekonomiju ponude značajno se smanjilo početkom 80-ih godina kada se pokazalo da je pored pozitivnih rezultata (rasta zaposlenosti i sniženja inflacije[34]) došlo do drastičnog povećanja budžetskog deficita. Takođe, ekonomija ponude je negativno uticala i na preraspodelu dohotka i to u korist najbogatijih slojeva. [35]

Greška ekonomije ponude je verovanje da će sniženje poreza rezultirati u brzom rastu proizvodnje (povećanju poreske osnovice) koje će kompenzovati sniženje ukupnih poreskih prihoda. Da bi sniženje poreza dalo efekte neophodno je da tekuća poreska stopa bude desno od optimalne poreske stope. Međutim, problem je u tome što niko ne zna ni oblik Laferove krive, niti da li je tekuća poreska stopa viša od optimalne.

Takođe, polazeći od činjenice da savremene privrede u velikom broju sektora karakteriše monopolistička ili oligopolistička struktura, nije sigurno da će sniženje poreza rezultirati u povećanju investicija i proizvodnje.

Takođe, zahtevi da pojedinci budu prepušteni sami sebi u slučaju bolesti, starosti i nezaposlenosti nisu svojstveni jednom humanom društvu.

Ekonomija ponude je u stvari predstavljala koncept koji je štitio samo najbogatije slojeve, dok je ostale prepuštao same sebi. Imajući u vidu da su najbogatiji slojevi i najbolje organizovane grupe, sposobne da lobiraju za sopstvene interese, jasno je zašto je ovaj koncept našao svoju primenu u ekonomskoj politici SAD.

Međutim, imajući u vidu da ona vodi vraćanju društva u *surovo stanje kapitalizma* ona se nije mogla duže zadržati u praksi.

Nesumnjivo je da će u dugom roku kao rezultat mera ekonomije ponude doći do povećanja zaposlenosti i proizvodnje. Međutim, koliki će biti ovi efekti nemoguće je utvrditi. Neki ekonomisti smatraju da će efekti biti neznatni,

34 Sniženje stope inflacije u američkoj privredi više je bilo posledica restriktivne monetarne politike, nego sniženja poreza (ekspanzivne fiskalne politike).
35 Rast dohotka kod pojedinaca sa malim dohotkom, kao rezultat sniženja poreza, je gotovo beznačajno, a sa druge strane siromašni slojevi ostaju uskraćeni za brojne privilegije.

a neki da će biti veliki. Međutim, dilema je i šta je dovoljno dugi rok da bi se ostvarili pozitivni efekti ekonomije ponude.

Verovatno je ispravan zaključak da je kumulacija negativnih efekata u kratkom roku prevelika da bi se oni mogli istrpeti u cilju ostvarenja dugoročnih pozitivnih aspekata.

Na to upućuje i iskustvo SAD. Ekonomisti ponude često upućuju kritiku da su mere koje su po prirodi dugoročnog karaktera ocenjivane sa kriterijumima kratkoročnog aspekta.

Doprinos ekonomije ponude se ogleda u tome što je pravilno ukazala da ukoliko postoje izuzetno visoke poreske stope, između 50% i 80% i nesumnjivo kada su veće od 80%, da bi njihovo snižavanje značilo porast ponude i prevođenje dela aktivnosti iz sive zone u regularne tokove.

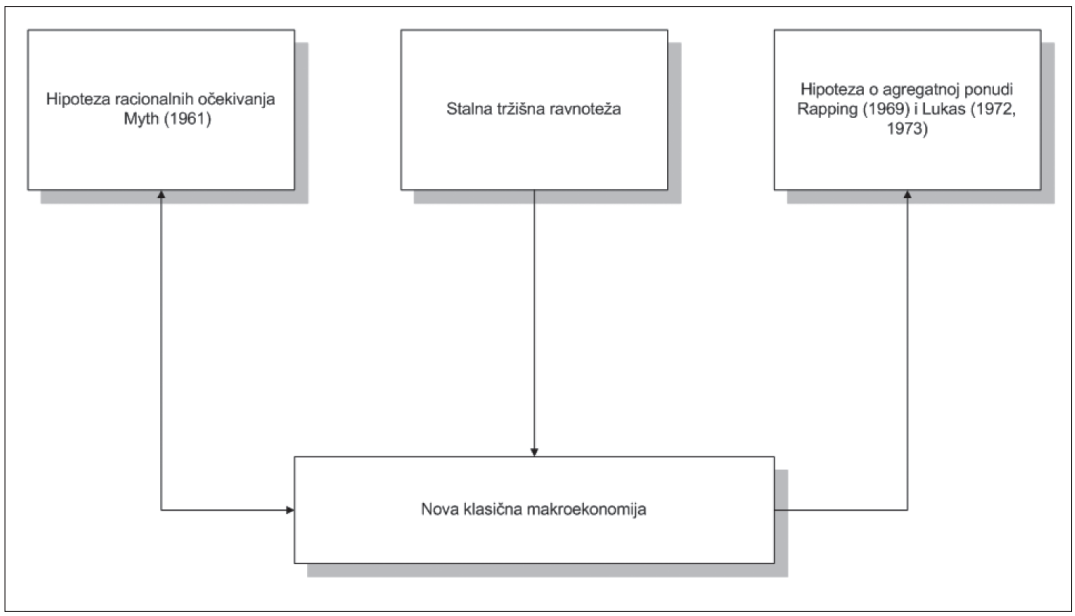
Takođe, visoke poreske stope utiču na visoke cene, koje utiču destimulativno na agregatnu tražnju, koja posle destimulativno utiče na ponudu i podsticajno na sivu ekonomiju.

2.3.4. Nova klasična makroekonomija

Nova klasična makroekonomija je dugo vremena smatrana varijantom monetarizma, pre svega zbog sličnosti u preporukama ekonomskoj politici, ali danas preovlađuje stav da je u pitanju nova makroekonomska škola. Kao i monetarizam, nova klasična ekonomija vodi poreklo od klasične ekonomije i kao i monetrizam protivnici su državne intervencije.

Suštinu nove klasične makroekonomije predstavljaju 3 hipoteze:

1. hipoteza o racionalnim očekivanjima,
2. hipoteza o agregatnoj ponudi i
3. hipoteza o stalnoj tržišnoj ravnoteži.



Slika 2.1. – Centralne hipoteze nove klasične makroekonomije[36]

1. Racionalna očekivanja – Osnovna ideja teorije o racionalnim očekivanjima je da pojedinci nisu samo pasivni posmatrači. Donoseći ekonomsku odluku pojedinac polazi od svih raspoloživih informacija i formira racionalna očekivanja o budućem toku ekonomske aktivnosti i vladinoj politici.[37] Na primer, ako pojedinci očekuju da vlada poveća stopu monetarnog rasta, oni će povećati svoja inflatorna očekivanja. Ova hipoteza pretpostavlja da ekonomski subjekti prilikom donošenja neke odluke koriste sve raspoložive informacije, kao i svoje iskustvo o kretanju posmatrane varijable u budućnosti.

Prema ovoj hipotezi racionalna očekivanja ne podrazumevaju da pojedinci mogu da u potpunosti predvide budućnost, već se obezbeđuje utrđivanje očekivanih vrednosti (proseka očekivanja) koje su u proseku jednake stvarnim vrednostima promenljive. To znači da svaki pojedinac ne mora da ima apsolutno tačne procene o budućim kretanjima neke varijable, već dozvoljava činjenica da dolazi do

36 Snowdon, B. i dr., A Modern Guide to Macroeconomics, 1994.
37 Racionalna očekivanja su očekivanja koja pojedinci formiraju o makroekonomskim varijablama kao što su stopa inflacije i stopa nezaposlenosti na osnovu svog poznavanja tekuće i buduće monetarne i fiskalne politike, planova poslovne i lične potrošnje i toga kako privreda funkcioniše.

potiranja pozitivnih i negativnih odstupanja pojedinaca, tako da u globalu gledano privreda kao celina ima racionalna očekivanja.

Racionalna očekivanja se bitno razlikuju od adaptivnih očekivanja koja koriste monetaristi. Kod adaptivnih očekivanja pojedinci isključivo polaze od onoga što se događalo u prošlosti, a kod racionalnih očekivanja pojedinci polaze i od onoga što se događalo u prošlosti, kao i od svih drugih raspoloživih informacija da bi formirali svoja očekivanja.

Po hipotezi racionalnih očekivanja nisu moguća sistematska pogrešna očekivanja. Ukoliko su očekivanja bila pogrešna u prošlosti, pojedinci će preko svojih grešaka naučiti da eliminišu sistematsku grešku. Pokušaj približavanja realnosti zagovornici racionalnih očekivanja vide u tvrdnji da će se anticipirane vrednosti razlikovati od stvarnih jedino ukoliko u sistemu deluje neka neizvesnost.

2. Tržišna ravnoteža i realni poslovni ciklusi – Druga ključna pretpostavka nove klasične makroekonomije se zasniva na klasičnoj ekonomskoj teoriji, koja ekonomski sistem koncipira kao ravnotežni sistem, u kojem su snage koje vraćaju sistem u ravnotežu toliko jake da se formiranje novog ravnotežnog nivoa cena vrši vrlo brzo, bez efekata na realni sektor. Ukoliko se ova teza prihvati onda ekspanzivna monetarna politika deluje isključivo na rast cena, a restriktivna monetarna politika obara cene na ravnotežan nivo bez propratnih recesionih efekata. Upravo i zbog toga se ovaj pravac naziva novom klasičnom ekonomijom, jer usvaja principe klasične teorije koje dopunjuje racionalnim očekivanjima.

3. Hipoteza agregatne ponude – Prema hipotezi agregatne ponude pojedinci se ponašaju u skladu sa maksimiziranjem svog blagostanja, a odluke o ponudi (rada, roba) zavise od relativnih cena. Svaki radnik pravi nagodbu između dokolice i rada. Takođe, radnik zna kolika je normalna nadnica za njegov posao. Ukoliko je tekuća nadnica viša od normalne – onda će radnik povećati rad, a smanjiti dokolicu. Na ovaj način se povećava agregatna ponuda rada. Slično važi i kada su u pitanju proizvodi.

U teoriji novih klasičara tržište je samouravnotežujući mehanizam, koji automatski i trenutno obezbedjuje ravnotežu, zato po njima nije moguća nevoljna nezaposlenost.

Jedno od najznačajnijih pitanja nove klasične makroekonomije je pitanje kredibiliteta kreatora ekonomske politike. Smatra se da *varanje* pri formulisanju ekonomske politike vodi kratkoročnim ekonomskim dobicima, ali dugoročno gledano

vodi gubitku kredibiliteta kreatora ekonomske politike. Kredibilitet kreatora ekonomske politike može se iskazati preko četvorougla:

- reputacija,
- poverenje,
- kredibilitet i
- očekivanja.[38]

Četvorougao pokazuje da ukoliko vlada ima reputaciju da ona rezultira u poverenju koji stvara kredibilitet vlade. Poverenje i kredibilitet zajedno utiču na formiranje očekivanja. Na osnovu stečene reputacije i kredibiliteta koji poseduje vlada, njene akcije moraju biti vremenski konzistentne. Jedna od ključnih pretpostavki nove klasične makroekonomije je da su sva tržišta u trenutnoj ravnoteži. Ovo znači da se cene na svim tržištima već na kratak rok formiraju na ravnotežnim nivoima, pa se u tom smislu govori o cenama koje uravnotežuju ponudu i tražnju na svim parcijalnim tržištima. **Nova klasična ekonomija polazi od savršeno fleksibilnih cena u oba pravca**.

Nova klasična makroekonomija je uvela novi koncept realnih poslovnih ciklusa. Prema konceptu realnih poslovnih ciklusa, **šokovi su izazvani sa strane ponude i oni su uglavnom rezultat velikih tehnoloških promena**.

Boks br. 2.4. - Primer tehnoloških šokova

Na primer, jedno veliko otkriće kao što je bio personalni računar uticalo je na značajan rast tražnje za računarima. To je uticalo na rast velikog broja grana poput: proizvodnje hardvera, softvera, kablova, kompjuterskih ekrana, trgovine itd. Rast proizvodnje i prodaje u ovim granama je uticao je da čitava ekonomija udje u ekspanziju. Medjutim, tokom vremena kako je tržište postajalo zasićeno sa računarima, opadala je tražnja, što je uticalo na pad proizvodnje u ovim granama i čitava privreda je krenula ka recesiji. Neka nova tehnološka inovacija kada se pojavi ponovo će pokrenuti privredu ka novoj ekspanziji.

38 Praščević, A., Nova klasična makroekonomija: doprinos makroekonomskoj teoriji, magistarska teza, Ekonomski fakultet, Beograd, 1999.

Prema novim klasičarima postoji superneutralnost novca, to jest novac ne utiče na privrednu aktivnost ni u kratkom ni u dugom roku, zato što su procesi usklađivanja trenutni. Upravo zbog toga novi klasičari ne prave razliku između kratkog i dugog roka.

Novi klasičari ističu da su kejnzijanci dominantnu ulogu davali fiskalnoj politici, dok su monetaristi davali monetarnoj politici, a da je cilj njihove analize davanje podjednakog značaja i fiskalnoj i monetarnoj politici.

Novi klasičari prihvataju Rikardo-Barovu teoremu ekvivalencije.[39] Ključni stav ove teoreme je da izbor kombinacije pokrića budžetskog deficita poreskim prihodima i/ili državnim obveznicama nije od značaja za nivo ekonomske-aktivnosti. Prema Rikardo-Barovoj teoremi ekvivalencije, kada vlada oporezuje građane onda se smanjuje njihovo bogatstvo.

Ukoliko vlada emituje obveznice, bogatstvo se samo naizgled ne smanjuje, ekonomski subjekti su svesni da će to značiti povećanje poreza u nekom budućem periodu da bi se obveznice isplatile, zbog čega će oni izdvajati deo štednje jednak porezu. Suština ove teoreme je da pokaže da fiskalna politika ne može biti ni instrument stabilizacije ekonomije, niti može biti način da se stimuliše privredni rast.

Nova klasična škola smatra, kao i monetaristi, da je inflacija pre svega monetarni fenomen i da je racio žrtvovanja (iznos izgubljene proizvodnje u cilju eliminisanja inflacije) nula.[40] Ukoliko monetarne vlasti najave monetarnu restrikciju, ekonomski subjekti će redukovati svoja očekivanja naniže, što će rezultirati u smanjenju stope inflacije, bez smanjenja nezaposlenosti.

Zato nova klasična ekonomija odbacuje i monetaristički stav o gradualističkoj restriktivnoj monetarnoj politici. S obzirom da ne postoje troškovi dezinflacije, onda je moguća dramatična redukcija stope monetarnog rasta u cilju zaustavljanja inflacije. Ovo nas navodi na zaključak da kod nove klasične makroekonomije ne postoji razlika između kratkog i dugog roka. Jedino ukoliko kreatori ekonomske politike nemaju kredibilitet, onda će sniženje inflacije imati recesione efekte.

---

39 Sličnu teoriju Barovoj je postavio D. Rikardo, još u XIX veku, po kojoj je finansiranje državnih izdataka, pod određenim uslovima, oporezovanjem ili izdavanjem obveznica ekvivalentno. Otuda i dolazi naziv Rikardo-Barova teorema ekvivalencije.

40 Ovaj njihov stav je u konfrontaciji sa stavovima drugih ekonomskih škola. Prema kejnzijancima, racio žrtvovanja je vrlo visok, zbog sporog prilagođavanja cena i nadnica.

Kritički osvrt

Tržišna ravnoteža – Nova klasična makroekonomija je izvršila veliki uticaj na formiranje makroekonomske teorije od 70-ih, ali nije prihvaćena kao standardna teorija za objašnjavanje funkcionisanja makroekonomije Krajem 70-ih nova klasična makroekonomija dolazi pod udar mnogih kritika. One se uglavnom odnose na pretpostavke o stalnoj tržišnoj ravnoteži. Pri kritičkom ocenjivanju ove teorije često se ističe da teza o uravnoteženju tržišta na kratak rok nije dokazana. U savremenoj teoriji ipak dominira stav da cene i nadnice nisu perfektno fleksibilne, naročito kada je u pitanju tržište rada. Nije sporna postavka nove klasične škole da makroekonomska politika treba da bude što stabilnija na srednji i dugi rok, ali je sporna postavka da ne treba reagovati u cilju korigovanja nekih poremećaja na planu proizvodnje ili inflacije.

Racionalna očekivanja – Tvrdnji da pojedinci imaju racionalna očekivanja upućuje se dosta zamerki. Na primer, kako pojedinci mogu predvideti ispravan model funkcionisanja ekonomije, kada i među ekonomistima postoji neslaganje po ovom pitanju. Kritičari zatim ističu da formiranje racionalnih očekivanja košta (vreme, napor, novac). Takođe, predmet kritika je tvrdnja da pojedinci ne prave sistematsku grešku tokom vremena.

Svaki pojedinac ima određen splet psihofizičkih sposobnosti koji diktiraju njegovo ponašanje koje ne mora da uvek bude racionalno, odnosno potpuno je nemoguće da se ljudi identično ponašaju, što bi bilo za očekivati prema hipotezi o racionalnim očekivanjima. Kreatori ekonomske politike poseduju informacionu superiornost, odnosno ekonomski subjekti ne poseduju sve informacije koje poseduje i vlada pa je teško da u potpunosti anticipiraju sve njene mere. Takođe, ukoliko i vlada i ekonomski subjekti raspolažu istim informacijama – vrlo je verovatno da će vlada bolje baratati sa tim informacijama.

Realni poslovni ciklusi – Često upućivana kritika modelu realnih poslovnih ciklusa je dilema da li su tehnološki šokovi dovoljno snažni da pokrenu poslovni ciklus i da li su oni dovoljno česti kao što fluktuira društveni proizvod. Ova teorija nema ni dobro objašnjenje za recesione šokove, sledstveno oni bi onda trebalo da znače negativne tehnološke šokove. Takođe, u toku šokova dolazi do pojave nevoljne nezaposlenosti koja se ne može objasniti ovim okvirom, koji smatra da je nezaposlenost uvek voljna. Predmet mnogih zamerki je i teza o neutralnosti novca i irelevantnosti

monetarne politike za šokove i tokom šokova. Takođe, pogrešno je ignorisanje činjenice da jedan broj šokova tražnje može imati uticaj na poslovne cikluse. Iz svega navedenog moglo bi se zaključiti da teorija realnih poslovnih ciklusa dobro opisuje samo jedan tip poslovnih ciklusa, koji ima svoj uzrok u tehnološkim promenama, a postoji još uvek veliki broj drugih uzročnika poslovnih ciklusa.

Može se zaključiti da i pored toga što nova klasična makroekonomija poseduje formalnu teorijsku strukturu i logičku konzistentnost postavki ipak ne poseduje dovoljno čvrstu vezu sa realnošću. Većina njenih postavki je primenljiva u samo određenim okolnostima, tako da bi se ona mogla okarakterisati kao poseban slučaj opšteg slučaja.

2.3.5. Novi kejnzijanci i tržišne rigidnosti

Kada se početkom sedamdesetih godina pokazalo da je moguće istovremeno postojanje visoke stope inflacije i nezaposlenosti – situacije koju su kejnzijanci smatrali nemogućom – dolazi do pojave novih teorija koje ozbiljno osporavaju kejnzijanizam i ponovo reafirmišu tržišni mehanizam. Tada se činilo da je kejnzijanizam prošlost i u članku *Smrt kejnzijanzima* Lukas je istakao da je za ljude danas uvreda ukoliko ih nazovete kejnzijancima.

Novi kejnzijanci predstavljaju školu ekonomske misli koja se javila sredinom osamdesetih godina kao odgovor na teoretsku krizu kejnzijanizma[41]. Novi kejnzijanci imaju dosta sličnosti sa starim kejnzijancima i njihove ključne pretpostavke su:[42]:

1. nemogućnost cena da se dovoljno brzo prilagode i da uspostave ravnotežu dovodi do toga da šokovi na strani ponude i na strani tražnje rezultiraju u realnim promenama nivoa proizvodnje i nivoa zaposlenosti, i

41 Suština konsenzusa iz šezdesetih je bila da tržišne nesavršenosti sprečavaju brzo prilagođavanje cena i nadnica ka ravnoteži pune zaposlenosti. Međutim, nedostatak adekvatnog teoretskog objašnjenja zašto ne dolazi do prilagođavanja cena i nadnica rezultirao je u napuštanju konsenzusa i teoretskoj krizi kejnzijanizma.

42 Termin novi kejnzijanizam prvi je upotrebio Parkin 1984. godine, ali već krajem sedamdesetih godina počele su da se razvijaju neke ideje koje se mogu podvesti pod ovaj pravac.

2. odstupanje proizvodnje i zaposlenosti od ravnotežnog nivoa može biti značajno i dugotrajno, sa značajnim negativnim posledicama po blagostanje[43].

Cilj njihove analize je da obezbede mikroekonomske osnove makroekonomije. I novi i stari kejnzijanci se slažu o sledećem:

1. Tokom određenih vremenskih perioda, pri postojećem nivou realne nadnice, javlja se višak ponude u odnosu na tražnju radne snage, odnosno prisutna je nevoljna nezaposlenost.

2. Nivo ekonomske aktivnosti u velikoj meri fluktuira, ove fluktuacije su po svom intenzitetu i načinu fluktuacije različite da bi se mogle pripisati kratkoročnim promenama u tehnologiji, ukusima i demografskim kretanjima.

3. Monetarna ekonomija je najčešće neefikasna u stabilizaciji ekonomske aktivnosti.

4. Novi i stari kejnzijanci se možda neće složiti o konkretnom obliku državne intervencije, ali će se složiti da je bar povremeno državna intervencija poželjna kako bi se stabilizovao nivo ekonomske aktivnosti.

I stari i novi kejnzijanci se distanciraju od škola ekonomske misli koje smatraju da su tržište rada i druga tržišta uvek u ravnoteži i da se nadnice i cene u vrlo kratkom roku prilagođavaju kao odgovor na šokove, odnosno da se pomeranjima krive ponude i tražnje za radnom snagom mogu objasniti fluktuacije ekonomske aktivnosti.

Za razumenje zašto tržiše nije samouravnotežujući mehanizam značajne su rigidnosti koje postoje u ekonomiji i koje sprečavaju da tržiše deluje kao samouravnotežujući mehanizam. Sve rigidnosti mogu se podeliti na:

- nominalne rigidnosti – one rigidnosti koje sprečavaju brzo prilagođavanje nominalnih cena posle nekih nominalnih poremećaja i

- realne rigidnosti – javljaju se ukoliko neki faktor sprečava prilagođavanje realnih nadnica, ili cena, ili ukoliko postoji relativna fiksnost jedne nadnice prema drugoj ili jedne cene prema drugoj.

43 Mankiw, G., "Symposium on Keynesian Economics Today", The Journal of Economic Perspectives, VII tom, br. 1, 1983.

Nominalne rigidnosti

Ukoliko su troškovi prilagođavanja za individualno preduzeće viši nego što je porast profita preduzeće neće sniziti cene, iako bi to verovatno bilo optimalno sa društvenog stanovišta u slučaju smanjenja tražnje. Makroekonomski efekti rigidnosti nominalnih cena mogu biti veliki jer dolazi do zbrajanja negativnih efekata kod pojedinačnih preduzeća, što može rezultirati u stvaranju eksternalija agregatne tražnje. Društvu bi bez sumnje bilo bolje ukoliko bi preduzeća snizila cene, ali za to ne postoji privatna inicijativa.

Boks br. 2.5. Primer nominalnih rigidnosti cena

Danas postoji veliki broj turističkih operatora koji posluju na tržištu čitave Evrope. Oni na početku sezone štampaju kataloge u milionskim tiražima koji se distribuiraju širom Evrope. U katalozima su prikazane različite destinacije i njihove cene. Podjimo sada od pretpostavke da se situacija na tržištu promenila i da je zbog rasta tražnje optimalno da se cene povećaju za 5%. Šta bi to značilo u konkretnom primeru? Pomenuti turistički operator bi morao da povuče sa tržišta sve kataloge, da ponovo plati troškove njihovog štampanja i njihovu distribuciju širom Evrope. Verovatno da su troškovi povlačenja, štampanja i ponovne distribucije viši od dobiti koja bi usledila kao rezultat malog rasta cena. U ovom slučaju neće doći do promene cena, jer su troškovi promena cena viši do dobiti koja bi se ostvarila po osnovu promena cena.

Međutim, u inflatornim uslovima nominalne rigidnosti cena su vrlo male. Ako je inflacija visoka, nominalne cene se često prilagođavaju i donosioci odluka uče da je važno prilagođavanje cena pomeranjima u opštem nivou cena[44].

Nominalne rigidnosti su prisutne i na tržištu rada, jer sa smanjenjem zaposlenosti ne dolazi do promena nominalnih nadnica. Osnovni izvor rigidnosti nominalnih nadnica su dugoročni ugovori o radu. S obzirom da se kolektivnim pregova-

44 Inflatorno prilagođavanje cena, po novim kejnzijancima, se javlja kada inflacija dostigne nivo od 10%

ranjem utvrđuje nadnica za određeni duži vremenski period, onda je ona za taj period nepromenljiva bez obzira na promene u ponudi i tražnji za radnom snagom.

Realne rigidnosti

Vrlo popularno objašnjenje realnih rigidnosti daje model **efikasne nadnice**. Po ovom modelu i u slučaju trajne nezaposlenosti firme neće snižavati nadnice, jer bi to vodilo sniženju produktivnosti. Postoje različita objašnjenja zašto sniženje nadnice utiče na sniženje produktivnosti. Modeli pogrešne selekcije ističu da niže nadnice smanjuju kvalitet radne snage, jer onda najproduktivniji radnici daju otkaz. Odnosno, preduzeća koja plaćaju najviše nadnice privućiće najbolje radnike. U skladu sa time poslodavci neće sniziti nadnice čak iako postoji višak ponude radne snage, jer bi to moglo navesti najproduktivnije radnike da podnesu otkaz. Kao rezultat ovakvih tendencija obezbeđuje se ravnoteža na nivou ispod pune zaposlenosti. Po modelu izbegavanja posla efikasna nadnica (nadnica koja je viša od ravnotežne) će uticati na povećanje produktivnosti, jer su radnici suočeni sa rizikom da dobiju otkaz, odnosno da izgube efikasnu nadnicu. Pretnja otpuštanjem nije efikasna ako radnici relativno brzo mogu naći drugi posao sa sličnom nadnicom. Međutim, ukoliko preduzeće plaća nadnicu koja prevazilazi nadnicu koju bi pojedinac mogao naći na drugom mestu, ili ukoliko je prisutna nezaposlenost, onda radnici neće izbegavati posao, jer se sreću sa rizikom da neće moći da pronađu slično zaposlenje. Ali, ukoliko jedno preduzeće plaća nadnice više od ravnotežnog nivoa to će verovatno navesti i druga preduzeća da ponude nadnice iznad ravnotežnog nivoa. Ovo će rezultirati u rastu agregatnog nivoa realnih nadnica iznad ravnotežnog nivoa, što će dovesti do nevoljne nezaposlenosti. Ipak, i ukoliko sva preduzeća plaćaju efikasnu nadnicu radnici neće biti voljni da izbegavaju posao, jer se tada suočavaju sa rizikom da ne nađu novi posao zbog visoke nezaposlenosti. U ovom slučaju "rezervna armija rada" je ta koja odvraća od izbegavanja posla.

Insajder-autsajder model[45] smatra da zaposleni radnici (insajderi) zbog postojanja troškova angažovanja radne snage imaju neku vrstu monopolske moći koja

45 Ovaj model razlikuje tri homogene kategorije radnika: insajdere (zaposlene radnike čija je pozicija zaštićena postojanjem značajnih troškova angažovanja radne snage), novozaposlene radnike (koji nisu zaštićeni sa visokim troškovima angažovanja radne snage) i autsajdere (nezaposlene radnike).

onemogućava da oni budu lako zamenjeni sa nezaposlenim radnicima. Njihova moć proizilazi iz postojanja troškova angažovanja radne snage, koji onemogućavaju da oni budu lako zamenjeni sa autsajderima (nezaposlenim radnicima). U troškove angažovanja radne snage spadaju troškovi otpuštanja radnika, troškovi sporova sa otpuštenim radnicima, oglašavanja za prijem novih radnika, pronalaženja novih radnika, njihovo obučavanje, praćenje njihovih rezultata, pregovaranje o radnim uslovima i dr. U ove troškove mogu se uvrstiti i neke nove vrste troškova, kao na primer da li će radnici biti kooperativni, ili će kinjiti novopridošle radnike iz redova autsajdera[46]. Naime, ukoliko insajderi procene da su im pozicije ugrožene od autsajdera oni će odbiti da kooperiraju sa njima, da učestvuju u njihovoj obuci i nastojaće da im što je više moguće otežaju posao. Stoga i ova teorija sugeriše da radnici treba da dobiju nadnice koje su više od ravnotežnih.

Prema teoriji ***implicitnih* ugovora,** nadnica ne predstavlja samo cenu rada već i služi kao osiguranje od velikih varijacija dohotka, koje nastaju kao posledica šokova koji često potresaju ekonomiju. Radnici prihvataju nadnicu nižu od prosečne zato što firma daje stabilnu nadnicu tokom vremena. Prethodne tri teorije jasno pokazuju da teorija novih kejnzijanaca nije dovoljno konherentna, jer dve teorije sugerišu nadnice više od ravnotežnih, a jedna niže od ravnotežnih.

S obzirom da novi kejnzijanci predstavljaju heterogenu školu ekonomske misli, **oni nemaju jedinstveno stanovište o načinu vođenja ekonomske politike**. Takođe, oni postavljaju modele parcijalne ravnoteže i stoga predlažu parcijalne instrumente ekonomske politike. Ovako predložene parcijalne mere su često međusobno kontradiktorne. U daljem radu biće izloženi neki elementi ekonomske politike koji su zajednički za većinu novih kejnzijanaca.

Kao i kod starih kejnzijanaca fiskalna politika ima prioritet u odnosu na monetarnu politiku. Njen cilj je da eliminisanjem nestabilnosti agregatnog nivoa tražnje utiče na povećanje nivoa proizvodnje. Ovakva politika je značajna uvek kada agregatni varijabilitet ima veliki uticaj na odluke firme o nivou zaposlenosti i obimu proizvodnje. Međutim, imajući u vidu veliku heterogenost novih kejnzijanaca, ne postoji saglasnost o tome koje konkretne instrumente fiskalne politike treba koristiti u cilju eliminisanja fluktuacija agregatne tražnje.

Većina novih kejnzijanaca smatra da je klasična monetarna politika nedovoljno

46 Benasi, C. i dr., The New Keyneisan Economics, Blackwell, 1995.

efikasna. Oni ističu da bi kalsična monetarna politika sigurno snizila kamatnu stopu na državne obveznice, ali pitanje je koliki ona ima uticaj na nivo kamatne stope koju određuju banke.

Novi kejnzijanci ističu negativne posledice kompenzacionih plaćanja za slučaj nezaposlenosti. Oni smatraju da je sistem koji obezbeđuje naknade na neodređeno dugačak period – bez ikakvih obaveza nezaposlenih da prihvate ponuđeni posao – neadekvatan. Zato se većina novih kejnzijanaca zalaže za reformu sistema kompenzacija. Zalažu se za uvođenje sistema u kojem bi radnici učestvovali u deobi profita, što bi faktički vodilo fleksibilnim nadnicama i smanjivanju negativnih uticaja makroekonomskih šokova.

Kao i u kejnzijanskoj teoriji najvažniji cilj ekonomske politike ostaje eliminisanje široko rasprostranjene nevoljne nezaposlenosti. Borba protiv inflacije i kod novih kejnzijanaca je cilj od sekundarnog značaja. Važniji cilj monetarne politike je da poveća dostupnost kredita i da održava nisku kamatnu stopu koje bi garantovale visoku stopu investicija i time smanjile ciklične fluktuacije.

Kritički osvrt na ekonomsku politiku novih kejnzijanaca

Škola novih kejnzijanaca ne donosi konsenzus u makroekonomiji, kao što je postojao šezdesetih godina. Kritičari su istakli brojne zamerke i ukratko će biti predstavljene najznačajnije.

1. Modeli novih kejnzijanaca su proizašli kao posledica saznanja da kejnzijanski modeli nemaju mikroekonomske osnove koje bi objasnile rigidnosti cena i nadnica. Napori novih kejnzijanaca su bili prevashodno usmereni ka razvoju teorijskih modela, pri čemu su zapostavljena empirijska istraživanja koja bi potvrdila njihove pretpostavke.

2. Postoji mnoštvo finih teorija i mnoštvo modela koji su međusobno nepovezani, što otežava stvaranje jedinstvenog modela koji bi se mogao testirati. Sa ovom kritikom se slaže većina novih kejnzijanaca. Na primer, zato što postoji mnoštvo rigidnosti ne postoji jedinstveno stanovište koja je rigidnost najbitnija.

3. Teorija novih kejnzijanaca može se primeniti samo na razvijene tržišne priv-

rede. Zbog nerazvijenosti i nekompletnosti tržišta, visoke stope inflacije, nepostojanja institucionalne infrastrukture, predimenzionirane uloge države i dr., koncept novih kejnzijanaca ne može biti primenjen na privrede u tranziciji i zemlje u razvoju.

4. Dilema je i da li mali troškovi prilagođavanja mogu imati veliki uticaj na proizvodnju i zaposlenost.

5. Modeli novih kejnzijanaca mogu dovesti do višestrukih ravnotežnih situacija, a kada postoji više ravnotežnih situacija onda je teško utvrditi kako bi ekonomija reagovala na pojedinačne odluke vlade.

6. Novi kejnzijaci su mnogo više zainteresovani za način na koji ekonomija reaguje na šok nego na same izvore šokova i otklanjanje njihovih uzroka.

II DEO

MONETARNA I FISKALNA POLITIKA

III GLAVA

KARAKTERISTIKE SAVREMENE MONETARNE POLITIKE

Cilj treće glave

Cilj treće glave je da saznate sledeće:

- **Ciljeve monetarne politike**
- **Instrumente monetarne politike**
- **Režime monetarne politike**
- **Značaj nezavisnosti centralne banke**

3.1. CENTRALNA BANKA

Novac i monetarna politika su prisutni od početka civilizacije, a centralno bankarstvo ima mnogo kraću istoriju. Istorija centralnih banaka je dugačka i one su osnivane iz različitih motiva. Istorijski posmatrano centralne banke su se razvile na dva načina. Prvi je predstavljao evolucioni proces, kada se iz komercijalnog bankarstva izdvojila jedna banka koja je dobila monopol na emisiju novca. Drugi način je u vidu državnog dekreta kojim se osniva centralna banka.

Prve evropske centralne banke su osnivane od XVII veka, kroz evolucioni proces, kao posledica ratova i njihovog pritiska na državne finansije. One vode poreklo od takozvanih privilegovanih banaka, koje su imale pravo da emituju novac, da bi kasnije jedna od njih dobila monopol na emisiju novca.

Prva centralna banka je švedska Riks banka, osnovana 1668. godine. Ona je nastala kada je švedski Parlament stavio pod svoj nadzor, kao rezultat brojnih teškoća sa kojima se suočavala ova banka u svome poslovanju. Sve do 1830. godine bila je i jedina banka koja je poslovala u Švedskoj.

U nekim zemljama (Holandiji i skandinavskim zemljama), centralne banke su prvo bile specijalne komercijalne banke, jer su dobijale povlastice od vlade i bile su banke države.

Banka Engleske je osnovana 1694. godine i njen osnovni zadatak je bio prikupljanje fondova za finansiranje rata. Ona je sa šest partnera bila jedina emisiona institucija u Engleskoj i Velsu, ali ne i u Škotskoj. Totalni monopol na emisiju novca dobila je tek 1928. godine kada je na nju preneto i pravo emitovanja novčanica, koje je do tada imao trezor.

Banku Francuske je osnovao Napoleon 1800. godine i njeno osnivanje je bilo povezano sa potrebama finansiranja države u ratnim uslovima. Norveška centralna banka je osnovana 1816. godine radi uspostavljanja monetarne stabilnosti nakon rata, koji je doveo do enormnog „štampanja“ novca. Preteča Bundesbanke – Deutsche Reichbank - je osnovana 1876. godine kao privatna banka, ali članove njenog upravnog odbora je imenovala vlada. U Meksiku je u okviru Ministarstva finansija 1897. godine otvoreno odeljenje za superviziju banaka, a centralna banka je osnovana tek 1925. godine. Formiranje FED-a 1913. godine je bilo posledica finansijske krize i panike na bankarskom tržištu. FED, kao i Banka Japana (osnovana

1882. godine) i centralne banke većine bivših socijalističkih zemalja su osnovane državnim dekretom.

U početku je većina centralnih banaka bila u privatnom vlasništvu, a nakon II svetskog rata one u najvećem broju slučajeva postaju državno vlasništvo. I dok su bile u privatnom vlasništvu, najčešće su akcionari imali pravo samo na limitirani iznos dividendi. Tako na primer, akcionari Banke Engleske imali su pravo na dividendu u iznosu do 12% od kapitala banke, a akcionari FED-a 6%.

Iako je osnivanje centralnih banaka bilo povezano sa potrebom finansiranja države, ova funkcija je bila mnogo drugačija od današnjih oblika finansiranja budžetskih deficita. Naime, tada su centralne banke u stvari imale ulogu posrednika između vlade i privatnih investitora.

U literaturi se obično smatra da se nastanak centralnih banaka u pravom smislu vezuje za trenutak kada su one preuzele funkciju zajmodavca u poslednjoj instanci, a to je uglavnom period od sredine devetnaestog veka. Od tada se centralne banke postepeno povlače iz komercijalnog bankarstva i tada prestaje konkurentska uloga sa ostalim komercijalnim bankama i centralna banka se pomera ka funkciji čuvara finansijske stabilnosti sistema.

Početkom dvadesetog veka u svetu je postojalo samo 18 centralnih banaka, ali sa rastom popularnosti centralnih banaka, sticanjem nezavisnosti kolonija i raspadom nekih bivših socijalističkih zemalja, broj centralnih banaka je u drastičnom porastu. Krajem 50-ih godina u svetu je postojalo oko 60 centralnih banaka, a danas ih prema web sajtu BIS banke, ima 173.

Tabela br. 1.1 – Koreni centralnog bankarstva			
Godina osnivanja	**Zemlja**	**Naziv u trenutku osnivanja**	**Cilj osnivanja**
1668.	Švedska	Banka za nekretnine (Riksbank)	Finansiranje rata
1694.	Velika Britanija	Banka Engleske	Finansiranje rata
1782.	Španija	Banka Španije	Finansiranje rata
1800.	Francuska	Banka Francuske	Finansiranje rata, upravljanje javnim dugom
1811.	Finska	Banka Finske	Monetarna suverenost
1814.	Holandija	Banka Holandije	Podsticanje ekonomskog rasta
1816.	Austrija	Nacionalna banka Austrije	Upravljanje javnim dugom radi finansiranja rata
1816.	Norveška	Banka Norveške	Monetarna reforma radi sprečavanja prenošenja krize iz Danske
1818.	Danska	Danska nacionalna banka	Uspostavljanje stabilnosti nakon rata
1846.	Portugal	Banka Portugala	Povratak kredibiliteta monetarnog režima
1850.	Belgija	Belgijska nacionalna banka	Kriza bankarskog sistema
1876.	Nemačka	Rajhsbanka	Konsolidacija emisione funkcije
1882.	Japan	Banka Japana	Modernizacija režima
1893.	Italija	Banka Italije	Konsolidacija emisione funkcije
1907.	Švajcarska	Švajcarska nacionalna banka	Eliminisanje konkurencije u emisiji novca
1911.	Australija	Komonveltova banka Australije	Kreiranje emisione institucije
1913.	SAD	Sistem federalnih rezervi	Finansijska i bankarska kriza
1934.	Kanada	Banka Kanade	Zajmodavac u poslednjoj instanci
1934.	Novi Zeland	Banka rezervi Novog Zelanda	Zajmodavac u poslednjoj instanci
1942.	Irska	Banka Irske	Zajmodavac u poslednjoj instanci
1999.	EU	Evropska centralna banka	Stvaranje monetarne unije

Izvor: Capie F, Fisher S, Godhart C. A. E. i Schnadt N. (1994), „The Future of Central Banking“, Cambridge University Press

Savremene centralne banke su organizovane na vrlo različite načine i pokrivaju različite funkcije. Takođe, one se susreću pod vrlo različitim nazivima: centralna banka, narodna banka, banka rezervi, državna banka, a uz imenicu banka može nositi i naziv države. Stoga se može zaključiti da ne postoji jedan optimalan model razvoja centralne banke.

Sposobnost centralne banke da održava cenovnu stabilnost i stabilnost finansijskog sistema u velikoj meri zavisi od njenog kredibiliteta. Ukoliko centralna banka ima visok kredibilitet i ukoliko postoji mišljenje da vodi monetarnu politiku u skladu sa profesionalnim kriterijumima, njenim akcijama će se verovati i one će biti prihvaćene od najvažnijih institucija, poput sindikata, poslodavaca, finansijskih institucija i dr.

Njihovo ponašanje će tada biti u skladu sa makroekonomskim prognozama. Svako odstupanje od standarda nezavisnosti centralne banke može voditi smanjenju njenog kredibiliteta.

Sa razvojem centralnog bankarstva menjale su se i funkcije i instrumenti monetarne politike. U početku, monetarna politika je bila povezana samo sa emitovanjem kovanog i papirnog novca i centralna banka je vodila računa da novac ne izgubi vrednost. Vremenom, centralne banke su dobijale i mogućnost da utvrđuju odnos vrednosti zlata i srebra, kao i kurs nacionalne valute prema stranim valutama, iako su ove vrednosti nekada odstupale od tržišnih vrednosti.

Sa industrijskom revolucijom, u vreme zlatnog standarda, monetarna politika vodi računa da se održi fiksan odnos između vrednosti nacionalne valute i vrednosti zlata. Tada se i pojavljuje kamatna politika, koja je bila značajna za održanje zlatnog standarda. Krajem XIX i početkom XX veka centralne banke počinju da preuzimaju i ulogu zajmodavca u krajnjoj instanci. Vođenje monetarne politike od strane centralne banke u cilju realizacije razvojnih i stabilizacionih ciljeva naročito je afirmisano posle Velike ekonomske krize.

Tokom šezdesetih godina u eri kejnzijanizma kada je preovladavala nezaposlenost, centralna banka ima zadatak da ekspanzivnom monetarnom politikom, a pre svega preko obezbeđivanja niske kamatne stope, utiče na postizanje pune zaposlenosti. Kako je tokom sedamdesetih godina problem predstavljala rastuća stopa inflacija, to se promenila i uloga centralne banke u smeru davanja prioriteta restriktivnoj monetarnoj politici i obaranju stope inflacije. Takođe, u ovom periodu je prisutan i trend rasta nezavisnosti centralne banke.

Početkom XXI veka centralno bankarstvo se našlo na raskrsnici. Uloga centralne banke se tokom istorije značajno menjala od finansijera osvajačkih pohoda, zajmodavca u poslednjoj instanci, institucije koja je podržavala ekonomski rast i punu zaposlenost, aktivnog učesnika u stabilizacionim procesima do „čuvara“ cenovne stabilnosti. Kako se menjalo okruženje i preovlađujuće ekonomske teorije, tako se menjala uloga i instrumenti centralne banke.

3.2. CILJEVI MONETARNE POLITIKE

Da ste tokom šezdesetih godina pitali ekonomistu ili centralnog bankara šta je najvažniji cilj monetarne politike, verovatno biste dobili odgovor da se postigne optimalna nagodba između inflacije i smanjenja nezaposlenosti. Tada se verovalo da se sa malo višom stopom inflacije može „kupiti“ ekonomski rast. Na isto pitanje postavljeno danas, odgovor je da je cilj monetarne politike očuvanje cenovne stabilnosti. Danas više ne postoje ni teoretski ni empirijski dokazi da postoji dugoročna „nagodba“ između inflacije i ekonomskog rasta. Korišćenje, eventualno, kratkoročne „nagodbe“ može doneti samo više neizvesnosti o stopi inflacije u budućnosti.

Neposredno posle Drugog svetskog rata, monetarna politika razvijenih zemalja bazirala se na Bretonvudskom sistemu. Sve zemlje članice MMF-a bile su u obavezi da odrede fiksne devizne kurseve svoje valute prema američkom dolaru ili prema zlatu. Dozvoljena granica fluktuacije je bila ±1%. Devalvacije nacionalne valute su bile moguće samo u slučaju većih platno-bilansnih problema i uz obavezne konsultacije sa MMF-om. Bretonvudski sistem je funkcionisao bez većih problema sve do kraja 60-ih godina prošlog veka. Početkom sedamdesetih godina, SAD ukidaju konvertibilnost dolara (zamenljivost za zlato) i nakon dve devalvacije dolara napušten je Bretonvudski sistem i tada većina zemalja prelazi na fleksibilne devizne kurseve. Sa druge strane, u centralnoplanskim privredama monetarna politika je uglavnom bila u rukama centralnoplanskog organa i nije postojala podvojenost centralnih i poslovnih banaka.

Posle propasti Bretonvudskog sistema prisutan je veliki broj različitih monetarnih režima. Neke zemlje vode politiku fluktuirajućeg deviznog kursa, neke nastavljaju politiku fiksnog deviznog kursa. U ovom periodu je preovladavalo mišljenje da monetarna politika nije efikasna i da ona treba da podržava nacionalnu ekonomiju i većina centralnih banaka nije nezavisna, već je pod nekom vrstom formalnog ili neformalnog autoriteta fiskalne politike.

Međutim, od 80-ih godina prošlog veka situacija se drastično menja i prisutan je trend porasta nezavisnosti centralnih banaka, i isključivi cilj monetarne politike ili najvažniji, ukoliko postoji set ciljeva, postaje cenovna stabilnost. Nastavak i ubrzanje ovog trenda prisutno je i u 90-im godinama prošlog veka, kao i u ovom veku.

Ipak, debata o ciljevima centralne banke još uvek je prisutna i ona je u najvećoj meri posledica neslaganja o tome šta monetarna politika može, a šta ne može. Glavna dilema je da li monetarna politika treba da vodi isključivo računa o cenovnoj stabilnosti ili svojim instrumentima treba da podržava i druge ciljeve kao što su zaposlenost i ekonomski rast. Naime, ukoliko bi cilj bio samo niska stopa inflacije, onda bi se tako definisan cilj mogao ostvariti preko relativno visoke kamatne stope, ali bi ona mogla negativno uticati na zaposlenost i privredni rast. M. Fry (2000) predlaže da se ova teorijska dilema razreši na način da monetarna politika treba da podržava cenovnu stabilnost i ekonomski rast samo ako to ne ugrožava cenovnu stabilnost. MMF (2000) sugeriše da cilj monetarne politike treba da bude dugoročni cilj, koji je moguće ostvariti instrumentima monetarne politike, poput cenovne stabilnosti ili neinflatornog rasta. Osnovni cilj bi trebao da bude i zakonski regulisan da bi se izbeglo često menjanje ciljne funkcije.

Ciljevi mogu da budu i kvalitativno i kvantitativno definisani. Primer kvalitativnog cilja bi bila finansijska stabilnost, dok kvantitativni cilj može biti definisan kao promena nekog indeksa (povezanog sa kretanjem cena). Ciljevi centralne banke treba da budu jasno definisani, objavljeni i uključeni u zakon o centralnoj banci.

Boks br. 3.1. – Ciljevi centralnih banaka

U praksi ciljevi centralnih banaka su na vrlo različit način definisani, iako se u najvećem broju slučajeva svode na održavanje cenovne stabilnosti. U nastavku teksta su prikazani ciljevi izabranih centralnih banaka.

Evropska centralna banka *kao svoj osnovni cilj ima cenovnu stabilnost, za koju se smatra da je postignuta ukoliko je stopa inflacije, merena harmonizovanim indeksom potrošačkih cena, ispod 2%, ali blizu 2%. Cilj je da se cenovna stabilnost ostvari u srednjoročnom periodu. Takođe, bez ugrožavanja cenovne stabilnosti ECB treba da podržava ekonomske politike Unije radi ostvarivanja visokog nivoa zaposlenosti, održivog i neinflatornog ekonomskog rasta, visokog nivoa konkurentnosti i konvergencije ekonomskih performansi.*

Cilj **FED-a** *je maksimalna moguća zaposlenost, stabilan nivo cena i umerene dugoročne kamatne stope. FED nikad nije imao numerički definisanu ciljnu stopu inflacije.*

Cilj **Banke Engleske** *je održavanje cenovne stabilnosti i podrška ekonomskoj politici Vlade, uključujući i ciljeve ekonomskog rasta i zaposlenosti. Nakon prihvatanja koncepcije targetiranja inflacije postoji numerički definisana stopa inflacije.*

Cilj **Banke Japana** *je emisija novca, kao i sprovođenje valutne i monetarne kontrole. Dodatno kao ciljevi su definisani nesmetano obavljanje platnog prometa (poravnanja) između banaka i drugih finansijskih institucija.*

Cilj **Hrvatske narodne banka** *je postizanje i održavanje cenovne stabilnosti. Bez ugrožavanja osnovnog cilja, Banka treba da podržava ekonomske politike Vlade.*

Centralna banka Crne Gore *ima kao osnovni cilj očuanje finansijske stabilnost. Svojim instrumentima treba da doprinosi i očuvanju cenovne stabilnosti.*

Cilj **Centralne banke Bosne i Hercegovine** *je dostizanje i održavanje stabilnosti domaće valute, tako što izdaje domaću valutu u skladu sa pravilima valutnog odbora.*

Cilj **Narodne banke Srbije** *je postizanje i održavanje stabilnosti cena. Pored osnovog cilja dopunski ciljevi su očuvanje finansijske stabilnosti i podrška ekonomskoj politici, ali bez ugrožavanja cenovne stabilnosti.*

Razlike u ciljevima mogu se objasniti i razlikama u okruženju u kojem centralne banke sprovode monetarnu politiku. Sasvim je jasno da će instrumenti finog regulisanja dati bolje rezultate u uslovima razvijenog finansijskog tržišta, kakvo postoji u razvijenim zemljama, nego u uslovima finansijskog tržišta u začetku koje je često prisutno u zemljama u razvoju. Najvažnije razlike u okruženju koje mogu uticati na definisanje ciljeva i sprovođenje monetarne politike odnose se još i na: veličinu zemlje, stepen otvorenosti zemlje, režim deviznog kursa, razvijenost i implementaciju prudencione regulative, kredibilitet kreatora ekonomske politike, nezavisnost centralne banke, stepen ekonomske razvijenosti, eventualne inflacione epizode iz prošlosti, prisustvo dolarizacije (formalne ili neformalne) i dr. Naravno, centralne banke nisu indiferentne prema ciljevima kao što su zaposlenost i ekonomski rast, ali preovlađujuće mišljenje je da najveći doprinos ovim ciljevima mogu dati preko održavanja makroekonomske stabilnosti. Stavljanje u fokus nekog od ovih ciljeva moglo bi biti konfliktno sa osnovnim ciljem – očuvanjem cenovne stabilnosti. Na primer, FED ima dvostruki cilj – očuvanje stabilnog nivoa cena i postizanje maksimalne moguće zaposlenosti.

3.2.1. Finansijska stabilnost kao cilj monetarne politike

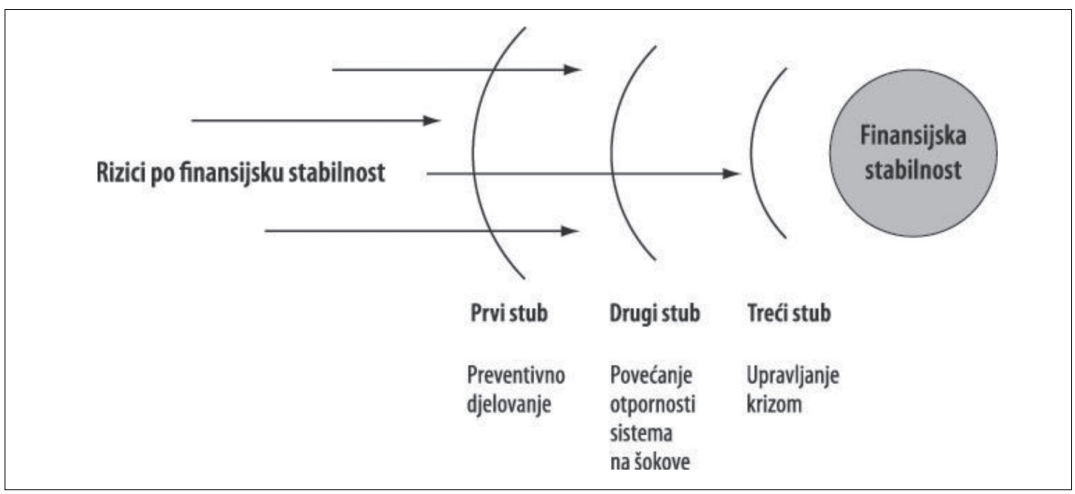
Poslednjih godina prisutna je tendencija razmatranja finansijske stabilnosti kao cilja centralne banke. Međutim, Centralna banka Crne Gore je jedina centralna banka koja ima finansijsku stabilnost kao svoj osnovni cilj. Razlozi za to su vrlo jasni, jer centralna banka ne može pokriti sve aspekte finansijske stabilnosti, čak i one banke sa najširim stepenom supervizorskih prava ne kontrolišu penzione fondove, hedžing fondove, a u vrlo malom broju slučajeva kontrolišu osiguravajuće kompanije. U pitanju je cilj koji nema opšteprihvaćenu definiciju i koji za razliku od inflacije nije moguće numerički izraziti. Pod njime se najčešće podrazumeva odsustvo bankarskih kriza ili velikih fluktuacija finansijskih tržišta.

Pitanje finansijske stabilnosti u najvećem broju zemalja nije isključivo u nadležnosti centralne banke, već postoji podela odgovornosti između centralne banke, ministarstva finansija i supervizorskih agencija. Imajući u vidu da centralna banka ne može da bude jedina institucija odgovorna za finansijsku stabilnost, onda se postavlja pitanje zašto se finansijska stabilnost razmatra kao cilj centralnih banaka. Odgovor se nalazi u činjenici da postoji dosta dokaza u prilog hipoteze da buduću finansijsku krizu nagoveštavaju

ekspanzija novca i bankarskih kredita (Goodhart, 2005). Takođe, prilično je rasprostranjeno mišljenje da finansijska stabilnost i cenovna stabilnost uvek idu u paru (Cukierman, 1990, Schwartz, 1995, Issing 2005). Istovremeno, monetarni ciklusi mogu pojačati realne cikluse. Najbolji primer je Azijska kriza iz devedesetih godina, kada su slabosti u finansijskom sektoru pokrenule pad ekonomske aktivnosti i pojačale uticaj šokova na realni sektor. Sa druge strane, monetarna politika preko svojih instrumenata u slučaju krize može uticati na poboljšanje likvidnosti (preko odobravanja kredita bankama, sniženja obavezne rezerve, snižavanja bazične kamatne stope i dr) i rast javnog poverenja što može značajno doprineti ponovnom uspostavljanju finansijske stabilnosti.

Da bi se ostvarila finansijska stabilnost, neophodno je identifikovati potencijalne rizike, pre nego što se oni pojave i dovedu do krize ili problema u funkcionisanju finansijskog tržišta. To podrazumeva vođenje preventivnih i vremenskih dobro dimenzioniranih politika. Naravno, cilj ne može biti da se spreči pojava svih potencijalnih problema na finansijskom tržištu, jer je nemoguće upravljati svim rizicima i neizvesnostima, a, takođe, ne postoji nijedno tržište koje nije prošlo kroz fluktuacije ili turbulencije. Stoga treba težiti minimiziranju najvećih rizika i obezbeđenju vitalnosti sistema kada se pojave krizne situacije. Takodje, finansijske krize su pokazale da tržišna disciplina i i samo regulacija nisu dovoljni (Hannoun, 2010), odnosno da je neophodan okvir za očuvanje finansijske stabilnosti. Kada je u pitanju očuvanje finansijska stabilnost možemo govoriti o tri linije odbrane. Prvu liniju predstavlja prevencija, drugu povećanje otpornosti sistema na šokove, a treću upravljanje krizom. Sve tri dimenzije su podjednako važne.

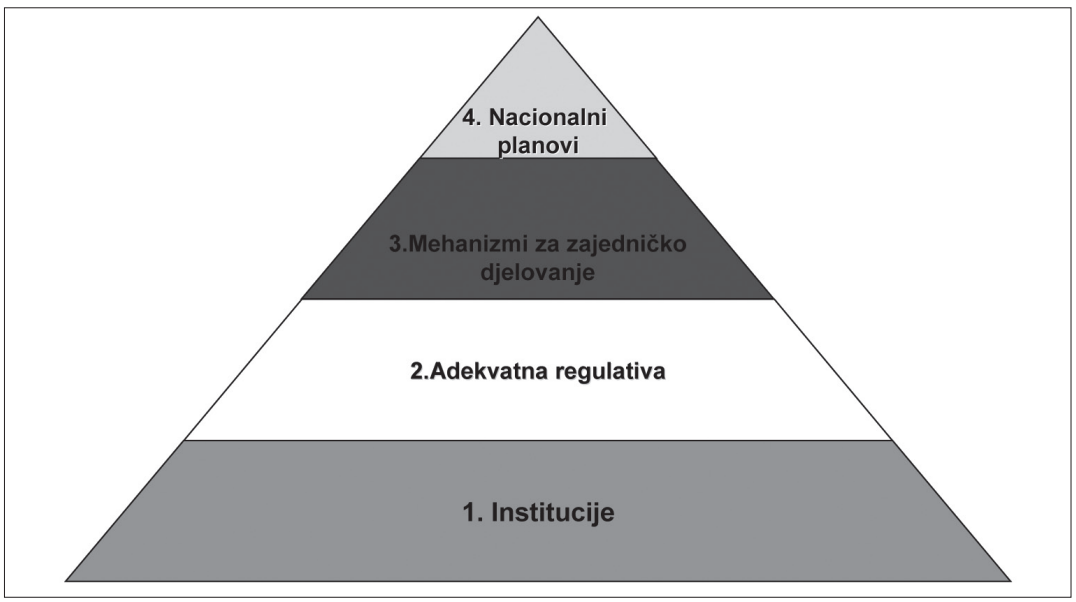
Grafik br.3.1. .Tri linije „odbrane" finansijske stabilnosti



Izvor: Disveld, P., 2010., „Strenghtening Macroprudential Supervision"

Sistem za očuvanje finansijske stabilnosti slikovito se može prikazati u vidu sledeće piramide. Kao okosnica i temelj piramide za očuvanje finansijske stabilnosti nalaze se institucije, koje moraju biti „jake", kredibilne i nezavisne. Da bi institucije mogle da funkcionišu bitno je da postoji regulativa bazirana na medjunarodnim standardima, kao prevencija protiv rizičnog ponašanja pojedinih finansijskih institucija i istovremeno kao okvir za adekvatnu akciju regulatora u sprečavanju svih neželjenih ponašanja. Pošto je finansijska stabilnost „zajedničko dobro" i zajednička odgovornost više institucija, neophodno je i da postoje mehanizmi za zajedničko i koordinirano djelovanje svih institucija koje su zadužene za nadzor i regulaciju pojedinih segmenata finansijskog sistema. Na kraju na vrhu piramide moraju postojati nacionalni planovi, unapred spremljeni za delovanje u vanrednim okolnostima.

Grafik br 3.2 – Piramida finansijske stabilnosti



Izvor: Fabris, N. (2010), Aktuelna pitanja crnogorske ekonomije, CBCG.

Novi standard koji je postavila globalna finansijska kriza je izrada planova za delovanje u vanrednim okolnostima. Naime, sve zemlje članice EU izradjuju sektorske planove („contigency plans") za djelovanje u vanrednim okolnostima, a iz sektorskih planova se izradjuje nacionalni plan. Cilj je da zemlje budu spremne za buduće izazove i finansijske krize kojih će sigurno biti i u budućnosti, mada je u ovom trenutku nemoguće pouzdano prognozirati pojavu kriza. U planovima za djelovanje u vanrednim uslovima razma-

traju se različiti mogući vidovi kriza, uključujuči bankarske krize, krah berze, devizne krize, zastoji u radu platnog sistema i dr. Ključni izazov za ove planove je identifikacija sistemskih rizika, odnosno identifikacija politika za otklanjanje ovih rizika. U sledećoj tabeli se može prikazati pregled politika za očuvanje finansijske sabilnosti.

Tabela br.3.2. - Politike za očuvanje finansijske stabilnosti

Politika	Primarni cilj	Cilj finansijske stabilnosti
Prudenciona	Minimiziranje problema individualnih finansijskih institucija	Rješavanje sistemskih rizika
Monetarna	Stabilizacija cena	Sprječavanje kontracikličnog kretanja kredita i vrednosti imovine
Deviznog kursa	Stabilizacija deviznog kursa	Smanjiti fluktuacije kapitalnih tokova
Fiskalna	Kontraciklično upravljanje agregatnom tražnjom	Kreiranje fiskalnih rezervi koje se mogu upotrebiti u kriznim situacijama

Izvor: Hannoun, H. (2010), Towards a Global Financial Stability Framework, 45th SEACEN Governors' Conference, Siem Reap Province.

3.3. OSNOVNE KARAKTERISTIKE INSTRUMENATA MONETARNE POLITIKE

Monetarnu politiku sprovodi centralna banka. Ona se može definisati kao deo ekonomske politike koja preko različitih instrumenata utiče na ponudu i tražnju za novcem. Monetarna politika može biti ekspanzivna i restriktivna. Ekspanzivna monetarna politika se obično povezuje sa povećanjem ponude novca, povećanjem dostupnosti kredita i sniženjem kamatnih stopa. Ona se najčešće primenjuje u periodima recesije ili kada postoji opasnost da privreda „kliza" ka recesiji. Restriktivna monetarna politika se primenjuje u uslovima kada preti inflacija tražnje i ona podrazumeva otežani pristup kreditima, rast kamatnih stopa, sniženje ponude novca i dr. Monetarna politika se sprovodi preko instrumenata monetarne politike. Najgrublje gledano, svi instrumenti monetarne politike se mogu podeliti na direktne i indirektne instrumente. Danas postoji trend napuštanja direktnih instrumenata u korist indirektnih, zbog manjih distrorzija koje prouzrokuju na tržištu.

3.3.1. Operacije na otvorenom tržištu

Operacije na otvorenom tržištu predstavljaju kupovinu i prodaju hartija od vrednosti od strane centralne banke (obveznica, državnih zapisa i dr. HOV). One direktno utiču na kreditni potencijal i likvidnost banaka, a indirektno na formiranje novčane mase. Operacije na otvorenom tržištu postaju najvažniji instrument monetarne politike razvijenih zemalja, a sve veću ulogu dobijaju i u privredama u tranziciji i u zemljama u razvoju.

Kupovina hartija od vrednosti predstavlja instrument ekspanzivne monetarne politike, jer ona dovodi do odliva novca iz bilansa centralne banke i do priliva novca u bilansima poslovnih banaka. Rezultat ovih operacija je pad kamatne stope. Obrnuto prodaja hartija od vrednosti predstavlja restriktivnu monetarnu politiku i ona dovodi od rasta kamatnih stopa.

Kao što ističe Đukić (2001), u praksi se koriste dva modela sprovođenja operacija na otvorenom tržištu:

- Bezuslovne kupovine HOV (bez obaveze ponovnog otkupa) i
- Privremene kupovine hartija od vrednosti uz obavezu njihovog otkupa od strane prodavca nakon utvrđenog roka (REPO operacija) ili u formi aranžmana obrnutog smera od aranžmana o kupovini (reverzibilne repo operacije).[47]

Uopšteno govoreći, repo predstavlja prodaju i ponovnu kupovinu hartija od vrijednosti na unapred tačno dogovoreni datum (terminski, forward) po unapred dogovorenoj ceni. Pojednostavljeno, ne ulazeći u pravne pojedinosti ovoga instrumenta, mogao bi se definisati i kao kratkoročni kredit osiguran hartijama od vrednosti.

Tri ključna tržišta za obavljanje operacija na otvorenom tržištu predstavljaju tržište vladinih i HOV centralne banke, tržište međubankarskih dužničkih hartija i tržište ostalih kratkoročnih HOV izdatih od finansijskih institucija i korporativnog sektora. Svakako najpogodnije tržište je tržište državnih HOV, jer imajući u vidu mo-

47 Reverzibilne repo operacije podrazumevaju aranžman u kojem centralna banka privremeno prodaje HOV, odnosno podrazumeva njenu obavezu ponovnog otkupa HOV nakon isteka utvrđenog perioda

gućnost „manipulisanja“ porezima i odsustvo mogućnosti da bankrotira država, ono predstavlja najsigurnije tržište (zbog toga su i kamatne stope na ovakve HOV najniže). Međutim, politička nestabilnost, visok budžetski deficit i akumulirani dugovi države mogu značajno otežati funkcionisanje ovog tržišta. Ukoliko ne postoji tržište državnih HOV, ili u zemljama gde one nisu dozvoljene onda postoji mogućnost da centralna banka razvije sopstvene HOV sa ciljem vođenja monetarne politike (preduslov je da sredstva prikupljena na ovaj način nisu raspoloživa državi). Kratkoročne privatne HOV su manje pogodne za operacije na otvorenom tržištu, jer sa jedne strane stavljaju centralne banke u dilemu za kojeg emitenta da se opredele, a sa druge strane ukoliko centralna banka otkupljuje ove hartije to može stimulisati njihove emitente da započnu emisiju rizičnijih hartija od vrednosti. U praksi se ovaj problem najčešće rešava tako da centralna banka prihvata samo one privatne HOV koje od strane nezavisne rejting agencije imaju visok rejting.

Operacije na otvorenom tržištu se mogu sprovoditi preko kontrole kamatne stope ili iznosa transakcija. Prvi način podrazumeva da centralna banka fiksira kamatnu stopu (pasivan pristup), a onda tržište odlučuje koliki će biti iznos trgovine HOV. U drugom slučaju centralna banka određuje vrednost HOV kojim želi da trguje (aktivan pristup), ali tada tržište određuje visinu kamatne stope po kojoj će se obaviti transakcije. Razvijene zemlje, po pravilu, uz manje izuzetke koriste pasivan pristup. Idealna situacija je da se operacije obavljaju preko kratkoročnih HOV imajući u vidu da u savremenim uslovima ključan instrument monetarne politike predstavljaju kratkoročne kamatne stope, što ne isključuje mogućnost emitovanja i dugoročnih HOV.

3.3.2. Obavezna rezerva

Regulisanje obaveznih rezervi predstavlja regulisanje upotrebe dela aktive poslovnih banaka od strane centralne banke. Politika obavezne rezerve spada u indirektne instrumente monetarne politike, jer se preko nje indirektno utiče na kreiranje novčane mase. Ona se danas tretira kao alternativa operacijama na otvorenom tržištu ili kao dopunski instrument koji treba da poveća efikasnost operacija na otvorenom tržištu. Stoga su stope obaveznih rezervi danas u značajnoj meri snižene s obzirom da druge institucije nemaju obavezu izdvajanja

obavezne rezerve, stoga one smanjuju konkurentnost bankarskog sistema. Obavezne rezerve su vrlo koristan instrument u uslovima kada je potrebno brzo reagovati na promenu rezervi kojima raspolaže bankarski sistem. Propisivanjem visine stope obavezne rezerve centralna banka može uticati na količinu novca u opticaju. Ukoliko se želi uticati na smanjenje količine novca u opticaju, centralna banka može jednostavno povisiti stopu obavezne rezerve ili proširiti osnovicu, što će rezultirati u povlačenju dela kreditnog potencijala banaka iz opticaja. Potpuno je obrnut scenario ukoliko centralna banka želi uticati na povećanje količine novca u opticaju.

Ovim instrumentom se direktno reguliše kreditna aktivnost banaka i stoga on može biti i značajan instrument regulisanja tražnje. U nedovoljno razvijenim zemljama i u privredama u tranziciji prisutan je hronični deficit tekućeg računa platnog bilansa. On često ima izvorište u visokoj uvoznoj tražnji za potrošnim dobrima, koja su u značajnoj meri finansirana potrošačkim kreditima. Stoga, porast stope obavezne rezerve, snižava kreditnu ekspanziju koja dovodi do opadanja uvozne tražnje i na taj način poboljšanja platnog bilansa.

Obavezna rezerva ima i sigurnosni aspekt. U slučaju bankrotstva ili stečaja banke njeni poverioci se namiruju iz stečajne mase, koja se može uvećati za iznos izdvojenih obaveznih rezervi koje se nalaze na računu centralne banke. Stoga nije redak slučaj da se u uslovima niskog kredibiliteta bankarskog sistema i nakon bankarskih kriza vodi politika visoke stope obavezne rezerve, da bi se povratilo poverenje štediša. Ipak, u savremenim uslovima ovu funkciju preuzimaju fondovi za zaštitu depozita. Takođe, ovaj instrument ima mnogo veću ulogu u zemljama u razvoju nego u razvijenim zemljama, zbog manjeg stepena razvijenosti finansijskog tržišta. Takođe, u većini zemalja poslovne banke mogu koristiti pod određenim uslovima deo obavezne rezerve za održavanje sopstvene likvidnosti. Prilikom vođenja politike obaveznih rezervi najčešće se koriste sledeća tri koncepta:

1. Fiksirana stopa obaveznih rezervi u dužem vremenskom periodu. U ovakvim uslovima osnovni instrument monetarne politike je politika ponude novca ili neko drugo nominalno sidro.

2. Promena stope obaveznih rezervi se vrši samo izuzetno. Prema većini autora ovaj teorijski koncept je najispravniji. Ovaj koncept polazi od pretpostavke da centralne banke imaju kontrolu nad kreditnim potencijalom banaka i primarnim novcem, a samo izuzetno kada se izgubi kontrola pribegava se promeni stope obaveznih rezervi.

3. Kratkoročne promene stope obavezne rezerve se vrše kada su ostali instrumenti ekonomske politike neefikasni.

Danas najviše pobornika ima ideja da je stopa obavezne rezerve „loš instrument" monetarne politike i da ga treba koristiti samo onda kada ostali instrumenti ne daju rezultate. Metode obračuna stope obavezne rezerve su u praksi vrlo različite. Prema klasičnom konceptu, koji polazi od pretpostavke da je najvažnija funkcija politike obavezne rezerve regulisanje količine novca u opticaju, obavezna rezerva se obračunava samo na depozite po viđenju. Međutim, sa razvojem finansijskih inovacija i porastom oročenih depozita, smanjila se efikasnost ovog instrumenta monetarne politike. Stoga je došlo do razvoja nove koncepcije, koja smatra da predmet obavezne rezerve treba da budu svi depoziti, ali po jedinstvenoj stopi obavezne rezerve. Treća koncepcija, koja je najviše zastupljena u zemljama u razvoju i privredama u tranziciji, polazi od diferenciranih stopa obavezne rezerve. Niža stopa obavezne rezerve se obračunava na oročene depozite, a viša stopa na depozite po viđenju. Ovaj koncept je naročito pogodan za sve zemlje koje su u bliskoj prošlosti imale bankarske krize. Na ovaj način se stimuliše oročavanje depozita, čime se povećava kreditni potencijal i smanjuje pojava ročne neusklađenosti depozita i kreditnih plasmana.[48] Poslednjih godina je prisutna tendencija širenja osnovice za obračun obavezne rezerve, a snižavanja stope obavezne rezerve.

Obaveznu rezervu plaćaju banke, ali ne i ostale finansijske institucije, što je uticalo na smanjivanje konkurentnosti bankarskog sistema. Zbog toga su banke često pribegavale inovacijama, stvaranju depozitnih supstituta, kako bi smanjile izdvajanje obavezne rezerve. Stoga je i poslednjih godina prisutna tendencija smanjivanja stope obaveznih rezervi uz istovremeno proširivanje osnovice za obračun obaveznih rezervi.

3.3.3. Krediti centralne banke poslovnim bankama

Kreditiranje poslovnih banaka može biti linearno i selektivno. Linearno kreditiranje podrazumeva da sve zainteresovane banke imaju pristup kreditima pod istim uslovima. Selektivno kreditiranje podrazumeva izbor prioritetnih oblasti u koje se usmeravaju krediti. Najčešće prioritetne oblasti su: poljo-

48 Nakon bankarskih kriza deponenti obično izbegavaju oročavanje depozita ili ih oročavaju sa vrlo kratkim rokom dospeća. Sa druge strane, stanovništvo i privreda uglavnom traže dugoročne kredite, što dovodi do ročne neusklađenosti između depozita i kredita i može ozbiljno ugroziti poslovanje banke

privreda, stanogradnja, mala i srednja preduzeća i podsticanje izvozne proizvodnje. Izbor prioritetnih oblasti najčešće je bio povezan i sa diferenciranom kamatnom stopom.

Selektivno kreditiranje je danas predmet oštre kritike, tako da su ovi krediti sve manje zastupljeni, jer forsiranjem pojedinih grana narušava se slobodna tržišna utakmica, kao i tržišna alokacija resursa. Ulogu podsticanja prioritetnih oblasti, od centralnih banaka preuzimaju specijalizovane agencije. Za podsticanje izvoza u većini razvijenih zemalja, kao i PUT, osnovane su agencije za osiguranje i kreditiranje izvoznih transakcija ili one funkcionišu kao specijalne banke za ove namene. Za podsticanje MSP formiraju se razvojni fondovi ili garancijski fondovi.[49] Za podsticanje stanogradnje postoje, takođe, specijalizovane agencije koje dele sa bankama rizik ne vraćanja kredita.

Kreditiranje poslovnih banka se može obaviti kroz operacije refinansiranja (reeskont) već odobrenih kredita od strane bankarskog sistema. Preko promene učešća u refinansiranju odobrenih kredita, centralna banka sprovodi restriktivnu, odnosno ekspanzivnu monetarnu politiku.

Rediskontne operacije predstavljaju vrstu kredita pri kojim centralna banka otkupljuje menice koje su diskontovale poslovne banke. Sa rokom dospeća menice ova kreditna linija se automatski zatvara.

Takođe, centralne banke mogu odobravati poslovnim bankama različite vrste kredita za održavanje likvidnosti. Svrha ovih kredita nije povećanje kreditnog potencijala banaka, već premošćavanje kratkoročnih likvidnosnih problema sa kojima se mogu susresti poslovne banke. Poseban oblik kredita za likvidnost predstavljaju lombardni krediti, koji predstavljaju kratkoročne kredite koji u zalogu daju visoko kredibilne HOV (obično centralne banke prave listu HOV koje se mogu prihvatiti).

U određenim slučajevima centralne banke mogu odobriti poslovnim bankama korišćenje kredita iz izdvojene obavezne rezervi. Na primer, banke u Crnoj Gori mogu koristiti najviše 50% obavezne rezerve za održavanje likvidnosti i to beskamatno ukoliko sredstva vrate do kraja istog radnog dana. U nekim zemljama poslovne banke su razvile sistem prekonoćnog pokrivanja, to jest banke sa viškom sredstava odobravaju bankama sa manjkom sredstava kredite.

49 Garancijski fondovi dele sa bankarskim sistemom rizik da odobreni kredit ne bude otplaćen

3.3.4. Referentna kamatna stopa

Referentna kamatna stopa je ključna kamatna stopa kojom centralna banka sprovodi monetarnu politiku. Po pravilu je u pitanju kratkoročna kamatna stopa. Kada centralna banka proceni da je problem inflacija, povećaće referentnu kamatnu stopu. Rast referentne kamatne stope će značiti da će poslovne banke deo svojih sredstava sada uložiti u hartije od vrednosti centralne banke i na taj način će smanjiti količinu novca u opticaju, što će uticati na opadanje inflacije.

3.3.5. Direktni instrumenti monetarne politike

U pitanju su mere koje imaju selektivna i rigidna dejstva. Ove mere su nekada bile prilično rasprostranjene naročito kod zemalja u razvoju. Danas se primenjuju retko i u slučaju većih poremećaja. Njihova duža primena izaziva negativne efekte u vidu narušavanja konkurencije, narušavanja tržišne alokacije resursa, pojave korupcije i dr. Mogu se javiti u formi ograničavanja kreditnih plasmana, ograničavanja visine kamatne stope, selektivnog kreditiranja, limitiranja otkupnih cena hartija od vrednosti, ograničavanja određene kategorije kredita i dr.

3.4. NEZAVISNOST CENTRALNE BANKE

Ne tako davno centralne banke nisu imale visok stepen nezavisnosti i nije preovladavalo uverenje da centralnim bankama treba dati veći stepen nezavisnosti. Tada je vladajuća paradigma smatrala da fiskalna i monetarna politika treba da budu koordinirane i da je to lakše ostvariti ukoliko Vlada

može da kontroliše i fiskalnu i monetarnu politiku. Takodje, preovladavalo je i stanovište da sa političkog stanovišta nije opravdano dati punu nezavisnost u vodjenju jedne tako važne funkcije službenicima koji nisu prošli kroz izborni proces. Medjutim, sa porastom inflacije, krajem sedamdesetih godina, ovo gledište je počelo da se radikalno menja.

Pod nezavisnošću centralne banke u najširem smislu podrazumeva se sloboda centralne banke da definiše svoje ciljeve i instrumente za njihovu primenu, bez uticaja vlade ili neke druge institucije ili pojedinca.

Nezavisnost centralne banke se uglavnom posmatra kroz prizmu četiri komopnente nezavisnosti: **institucionalnu, personalnu, funkcionalnu i finansijsku.**

Institucionalna nezavisnost podrazumeva zabranu centralnoj banci da traži ili prihvata instrukcije od drugih institucija ili pojedinaca izvan centralne banke, kao i zabranu političkim institucijama da daju instrukcije centralnoj banci. Ovo ne znači da su javne diskusije ili diskusije u parlamentu o nekom pitanju iz delokruga centralne banke zabranjene. One su svakako dobrodošle i daju priliku centralnoj banci da razmeni argumente. Medjutim, one moraju značiti da ne postoji mogućnost da neka spoljna institucija odobrava, poništava ili suspenduje odluke centralne banke.

Personalna nezavisnost podrazumeva da izborni period guvernera i najvišeg organa mora da bude duži od mandata Vlade (idealna situacija podrazumeva mandatni period od 6 do 8 godina).

Takodje, potrebno je predvideti zaštitu guverera i najvišeg organa od diskrecionog smenjivanja. Legalni razlozi njihovog smenjivanja mogu biti: da više nisu u stanju (fizički) da obavljaju dužnost, kršenje zakona ili ukoliko počine neko krivično delo. Takodje, potrebno je predvideti pravo smenjenih da zahtevaju da vrhovni sud oceni zakonitost njihovog smenjivanja. Guverner i članovi najvišeg organa ne smeju biti članovi neke druge institucije koja bi ih mogla dovesti u situaciju konflikta interesa. Izbor guvernera i monetarnog saveta mora podrazumevati profesionalne kriterijume, a ne političke.

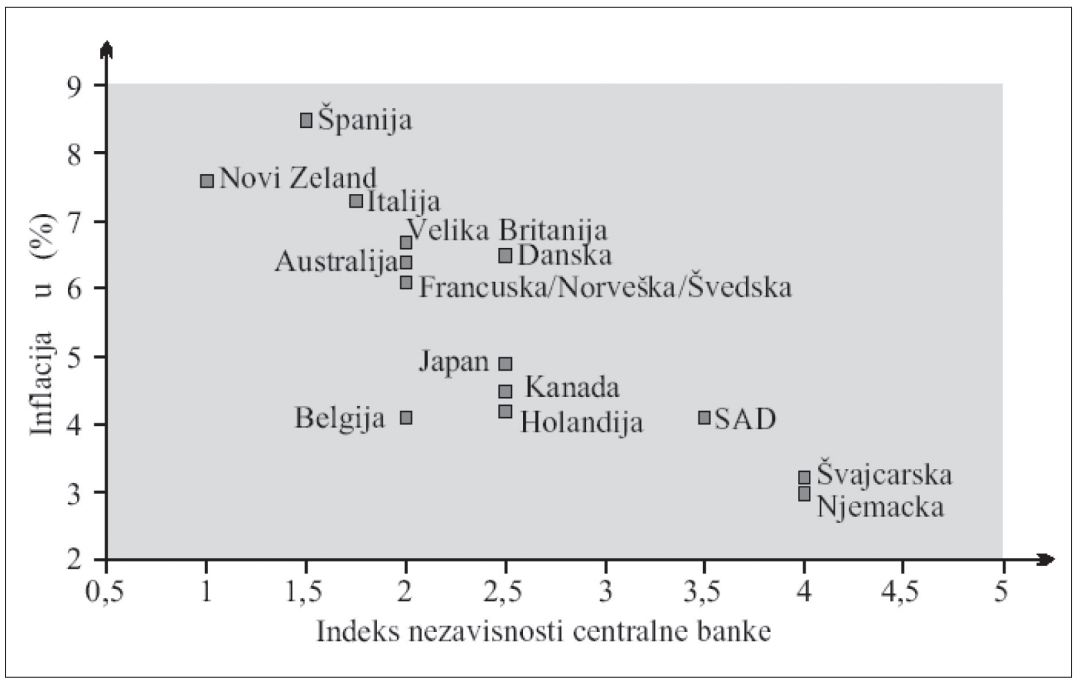
Funkcionalna nezavisnost podrazumeva da osnovni cilj centralne banke treba da bude održavanje cenovne stabilnosti. Ukoliko postoje i neki drugi ciljevi, onda stabilnost cena mora biti navedena kao osnovni cilj. Pod njom se podrazumeva i pravo centralne banke da potpuno samostalno vodi monetarnu politiku, kao i zabrana kreditiranja, davanja garancija i otkupa hartija od vrednosti na primarnom tržištu vlade od strane centralne banke. **Finansijska nezavisnost** podrazumeva da

centralna banka samostalno usvaja budžet i da joj za njegovo usvajanje nije potrebno odobrenje od nekog drugog organa.

Pitanje koje se postavlja je zašto je važna nezavisnost centralne banke? Zato što je proces obaranja inflacije dugoročan i često nosi troškove, a političari su često orjentisani ka ostvarivanju kratkoročnih dobitaka. Dodatni argument je i da centralna banka sa većim stepenom nezavisnosti ima viši stepen kredibiliteta, što vodi bržem obaranju inflacije i uz manje troškove. Ukoliko su očekivanja racionalna, a centralna banka ima visok kredibilitet, onda je obaranje inflacije trenutno i bez ikakvih troškova.

Veliki broj empirijskih studija je potvrdio da ukoliko postoji viši stepen nezavisnosti centralne banke da postoji niža stopa inflacije. Nezavisne centralne banke mogu mnogo lakše ostvariti nisku stopu inflacije, dok vlade mogu zloupotrebiti monetarnu politiku zbog ostvarivanja kratkoročnih dobitaka u ekonomskom rastu. Na sledećem grafiku je prikazana veza izmedju nezavisnosti centralne banke, merena Alesininim i Summers-ovim indeskom, i stope inflacije u izabranim razvijenim tržišnim privredama u periodu od 1955. do 1988. godine.

Grafik br.3.3. - Nezavisnost centralne banke i stopa inflacije



Izvor: Bofinger, P. (2001.), "Monetary Policy – Goals, Institutions, Strategies and Instruments

3.5. OSNOVNA OBELEŽJA SAVREMENE MONETARNE POLITIKE

Centralna banka ima monopol na emisiju novca. Takođe, ona direktno utiče na nivo rezervi bankarskog sistema. Stoga centralna banka utiče na tržište novca i kratkoročne kamatne stope. Danas je sve više rasprostranjeno mišljenje da je glavna funkcija centralne banke određivanje kratkoročnih kamatnih stopa.

Promene kratkoročnih kamatnih stopa prouzrokuju čitav niz akcija prilagođavanja ekonomskih subjekata, koje utiču na ekonomske varijable kao što su proizvodnja i nivo cena. Ovaj proces se zove proces monetarne transmisije, i ako je u velikoj meri razjašnjen ne postoji jedinstven i neosporan pogled na sve aspekte koji su uključeni u proces monetarne transmisije.

To znači da vođenje monetarne politike znači razmatranje centralnih bankara da li treba uticati na nivo kratkoročnih kamatnih stopa imajući u vidu nove informacije i stanje ekonomije. Odluka da se kamatne stope ostave nepromenjenim ne znači da će ponuda novca ostati konstantna, s obzirom na to da će ponuda novca pri konstantnim kamatnim stopama zavisiti od uticaja šokova koji pogađaju ekonomiju.

Novija monetarna teorija uzima kratkoročne kamatne stope kao glavni instrument monetarne politike i kao sredstvo za prognozu inflacije. Oslanjanje na kratkoročne kamatne stope je bolja opcija od monetarnog targetiranja zato što postoji više kanala transmisije preko kojih kamatna stopa može uticati na buduću inflaciju.

U ekonomskoj teoriji danas postoji konsenzus da će u dugom roku, nakon završetka procesa usklađivanja promene u ponudi novca, doći do promena nivoa cena, ali ne i trajnih promena nivoa proizvodnje i zaposlenosti. U pitanju je princip dugoročne neutralnosti novca, koji je preuzet iz monetarističke teorije. On podrazumeva da su dugoročno posmatrano realne varijable determinisane realnim faktorima (tehnološki progres, investicije, rast populacije, preferencije ekonomskih subjekata i dr), a nominalne varijable (inflacija, nominalane kamatne stope) nominalnim faktorima. To znači da u dugom roku centralna banka ne može uticati na ekonomski rast preko promena ponude novca. Ovi zaključci su podržani empirijskim studijama u velikom broju zemalja i u različitim vremenskim periodima. Takođe, većina studija je potvrdila da su prisutni troškovi obaranja inflacije, a uočen je i tzv. paradoks in-

flacije koji pokazuje da što je viša stopa hiperinflacija postoje niži troškovi obaranja inflacije. Tipičan primer može biti Avramovićev program iz 1994. godine koji je zaustavio hiperinflaciju bez ikakvih troškova i čak štaviše doveo je do rasta ekonomske aktivnosti.

Sa druge strane, dugotrajne inflacije su gotovo uvek povezane sa povećanim stopama monetarnog rasta. Kratkoročno na inflaciju mogu uticati promene u agregatnoj tražnji, tehnološke promene, cenovni „šokovi" pojedinačnih proizvoda i dr. Tokom dugog roka promene ovih faktora mogu biti kompenzovane promenama ponude novca, tako da dugoročna stopa inflacije može biti kontrolisana od strane centralne banke. Za ostvarenje cenovne stabilnosti odgovornost ima i fiskalna politika. Nijedna hiperinflacija u svetu se nije pojavila a da joj nije prethodila monetizacija budžetskiog deficita. Veza između budžetskog deficita, kamatnih stopa i inflacije je očigledna. Na primer, Siklos (2002) čak ide toliko daleko i ističe da je kredibilitet centralne banke nerazdvojno povezan sa kredibilitetom fiskalne politike. Monetarna politika je mnogo fleksibilnija od fiskalne politike. Razlozi za to se ogledaju u tome da guverner, monetarni savet ili drugi upravljački organi mogu i na dnevnoj osnovi menjati odluke monetarne politike. Sa druge strane, veliki broj instrumenata fiskalne politike je donet u formi zakona ili godišnjeg budžeta, pa njihova promena traži vremenski period duži od vremenskog perioda u kome se mogu menjati instrumenti monetarne politike.

Monetarna politika dobija na značaju nakon kraha Bretonvudskog sistema fiksnih deviznih kurseva. Porastu značaja monetarne politike naročito je doprinelo shvatanje značaja cenovne stabilnosti, koje je naročito izraženo od osamdesetih godina prošlog veka.

Dugotrajne inflacije, odnosno deflacije, su poslednjih godina prilično retki fenomeni, naročito kada su u pitanju razvijene zemlje. Međutim, ovo je poznato ex-post tek nakon završetka inflacionog ili deflacionog šoka, dok ex-ante svaki mali i privremeni šok može postati dugotrajna inflaciona ili deflaciona tendencija. Stoga je jasno da problem neizvesnosti predstavlja veliki problem za centralne bankare prilikom vođenja monetarne politike. Centralne banke uvek moraju voditi računa kako će ekonomski subjekti i finansijska tržišta reagovati na njihove odluke ili najave. Istovremeno, ekonomski subjekti mogu biti nesigurni oko motiva i konkretnih akcija centralne banke.

U monetarnoj teoriji danas preovladava mišljenje da centralna banka ne treba da promptno reaguje na sve vrste šokova. Tako na primer, preovlađujuće uverenje

je da centralna banka ne treba da reaguje na eksterne šokove, poput porasta cena nafte na svetskim berzama, sve dok one ne počnu da utiču na rast inflacionih očekivanja. Ova pretpostavka je u skladu sa monetarističkom teorijom da ukoliko se vodi „čvrsta“ monetarna politika, rast cena jedne grupe proizvoda vodiće padu cena neke druge grupe proizvoda.

Prilikom formulisanja konkretnih mera ekonomske politike treba imati u vidu brojna ograničenja sa kojima se suočava monetarna politika. Ona nije jedini faktor koji utiče na proizvodnju i cene. Na kretanje proizvodnje i cena utiču svi faktori koji utiču na agregatnu ponudu i tražnju. Na strani tražnje vlada utiče na ekonomiju preko promena poreskih stopa i javne potrošnje. Akcije fiskalne politike privlače interes široke javnosti i one su često anticipirane. U tom slučaju njihov uticaj na ekonomiju može biti ostvaren i pre njihove primene, jer ekonomski subjekti mogu promeniti svoje ponašanje u očekivanju implementacije anticipiranih mera. Na promenu agregatne ponude mogu uticati prirodne katastrofe, veliki skokovi cena nafte, sušne godine i dr. Ovi šokovi utiču na smanjenje obima proizvodnje i porast cena. Monetarna politika može pokušati da kompenzuje gubitak proizvodnje ili rast cena, ali ne može neutralisati obe veličine.

Kreatori monetarne politike nemaju „savršene“ informacije, tako da i informaciona asimetrija predstavlja ograničenje u vođenju monetarne politike. Takođe, oni i nemaju savršena saznanja o funkcionisanju ekonomije. Treba imati u vidu i da se tokom vremena može promeniti način kako realni sektor reaguje na monetarnu politiku. Ostvarenje ciljeva monetarne politike će svakako biti olakšano ukoliko javnost razume ciljeve monetarne politike i veruje kreatorima monetarne politike. Na primer, ukoliko se veruje vladinim najavama u vezi monetarne politike, radnici neće tražiti porast plata da se zaštite od očekivanog porasta cena, što će olakšati obaranje inflacije.

Vremenska kašnjenja u slučaju monetarne politike su dugotrajna i nepredvidljiva. To znači da će promene u monetarnoj politici koje su sprovedene danas uticati na nivo cena posle nekoliko kvartala ili godina, odnosno monetarna politika može tokom vremena neutralisati šokove, ali zbog dugih vremenskih kašnjenja ona ih ne može neutralisati u trenutku kada se pojave. Stoga, monetarnom politikom treba pružiti odgovor na pitanje kakve su promene monetarne politike potrebne danas da bismo obezbedili cenovnu stabilnost u budućnosti. Zato monetarna politika uvek mora biti okrenuta ka budućnosti. To znači, da bismo suzbili inflaciju potrebno je primeniti restriktivnu monetarnu politiku i pre nego što se pojavi inflacija. Međutim, u takvim uslovima jako je teško objasniti javnosti zašto su potrebne restriktivne mere kada inflacije nema i centralna banka se može naći pred velikim pritiskom javnosti.

Kao što ističe F. Mishkiny (2007.) postoji šest ključnih ideja za uspešno vodjenje monetarne politike:

- Nema dugoročnog «trade off-a» (nagodbe) izmedju privrednog rasta (zaposlenosti) i inflacije,
- Očekivanja su od ključne važnosti za uspeh monetarne politike,
- Inflacija ima visoke troškove,
- Monetarna politika podleže problemu vremenske nekonzistentnosti,
- Nezavisnost centralnih banaka je značajna za efikasnost monetarne politike i
- «Snažno» nominalno sidro je ključni faktor dobrih rezultata monetarne politike.

3.6. REŽIMI MONETARNE POLITIKE

Ključna pitanja sa kojima se susreću centralne banke sastoje se u:

- U izboru cilja monetarne politike,
- Izboru režima monetarne politike i
- Izboru instrumenata monetarne politike

U praksi, ključno pitanje za centralne bankare predstavlja kako postaviti okvir za monetarnu politiku da se ostvari relativno niska stopa inflacije, i da istovremeno monetarna politika bude dovoljno fleksibilna da se prilagodi šokovima na strani ponude i da kompenzuje šokove tražnje.

Često centralne banke i nemaju punu slobodu izbora pomenutih ključnih pitanja, naročito kada je u pitanju izbor ciljeva monetarne politike, jer su odgovori na ova pitanja već dati u zakonskoj regulativi. Na primer, potpuno slobodno vođenje monetarne politike moguće je samo u režimu u kojem postoji slobodno fluktuiranje

deviznog kursa. U svim ostalim režimima deviznog kursa neophodna je intervencija centralne banke, radi očuvanja fiksnog pariteta ili zone fluktuacije, što ograničava raspoložive instrumente monetarne politike. U tom kontekstu poznato je nemoguće trojstvo koje podrazumeva slobodno kretanje kapitala, fiksni devizni kurs i nezavisnu monetarnu politiku.

Sa aspekta kredibiliteta centralne banke najbolje rezultate bi dao režim u kome bi se centralna banka na neodređeno dugačak vremenski period opredelila da vodi politiku jednostavnog pravila. Međutim, ovaj aranžman bi u dugom roku mogao prouzrokovati značajne troškove, jer bi centralna banka izgubila mogućnost da reaguje na šokove, a sa druge strane istorija pokazuje da se privrede i finansijski sistem kontinuirano menjaju i da nijedan monetarni režim nije moguće sprovoditi u neograničeno dugom vremenskom periodu.

Poslednjih godina pred adekvatno sprovođenje monetarne politike postavlja se sve više izazova. Sa jedne strane finansije postaju sve globalnije, sve više integrisane i sve više liberalne. Sa druge strane, revolucija racionalnih očekivanja je postavila otvoreno pitanje efikasnosti monetarne i ekonomske politike uopšte. Stoga je prostor za aktivističku monetarnu politiku finog regulisanja mnogo manji nego što je bio pre nekoliko decenija.

Stara dilema još iz perioda monetarizma i kejnzijanizma je da li monetarnu politiku bazirati na pravilima ili diskreciji. [50] Odnosno, da li centralni bankari treba da aktivno koriste monetarnu politiku da bi stabilizovali ekonomiju ili da se monetarna politika prepusti kompjuterskom programu koji bi sledio mehanička pravila. Protivnici diskrecije veruju u samouravnotežujuću prirodu tržišta, bar u dugom roku. Oni smatraju da kreatorima ekonomske politike nedostaje znanje i kompetencija, a ponekad i hrabrost i da stoga oni svojim merama više destabilizuju nego što stabilizuju ekonomiju. Oni navode i opasnost od političkih pritisaka i pritisaka interesnih grupa na kreatore monetarne politike, te stoga diskrecija umesto stabilizirajućeg može imati destabilizirajući uticaj na ekonomiju. Kao argumenti u prilog vođenja diskrecione monetarne politike navode se: da nije moguće formulisati unapred pravila za sve situacije, nijedno pravilo ne može ostati na snazi neodređen vremenski period,

50 Pravilo u stvari predstavlja unapred definisan način na koji reaguje (monetarna) politika u odnosu na postojeću situaciju da bi se ostvario ciljni target. U slučaju diskrecije ne postoji unapred definisan način reakcije i kreatori (monetarne) politike preduzimaju one mere za koje smatraju da su najadekvatnije u datoj situaciji da bi se ostvario cilj monetarne politike

kreatori monetarne politike ne mogu stajati po strani ne uzimajući u obzir šta se dešava u realnom sektoru i dr.

Kindland i Prescot (1982) su inicirali novu rundu ove debate uključivanjem racionalnih očekivanja, odnosno Filipsove krive upotpunjene očekivanjima, krajem 70-ih godina prošlog veka. Suština ove koncepcije je da stimulisanjem agregatne tražnje i pojavom neanticipirane inflacije centralni bankari mogu smanjiti nezaposlenost privremeno. Međutim, racionalna očekivanja ne mogu dovesti do sistemski neanticipirane inflacije, stoga krajnji efekat sistematskog vođenja ovakve politike bi bio bez uticaja na nezaposlenost, a doveo bi samo do porasta inflacije. Oni smatraju da bi centralni bankari često težili kratkoročnim dobicima, što bi u dugom roku vodilo samo inflaciji i stoga se oni zalažu za politiku pravila.

Ekonomski sistemi su vrlo dinamični sistemi, i oni su u stalnom procesu promena kao rezultat različitih šokova koji pogađaju ekonomiju ili kao rezultat prilagođavanja na nastale šokove. Na primer, promena režima monetarne politike predstavlja jednu vrstu „šoka“ na koji privreda reaguje. Kao što je pokazao Lukas tada se može pojaviti problem, jer ponašanja i očekivanja ekonomskih subjekata nisu nezavisna od promene režima. Rizik se javlja ukoliko se inflaciona očekivanja ne kreću u skladu sa ciljevima centralne banke, jer visoka inflaciona očekivanja uvek vode i visokoj inflaciji.

Najveća neizvesnost postoji u slučaju jedinstvenih istorijskih događaja, kao što je na primer bilo ujedinjenje dve Nemačke, ili nastanak Evropske monetarne unije. Poseban problem je što se u takvim uslovima javlja gep između monetarne teorije i stvarnosti, a modeli su gotovo neupotrebljivi. Naime, tada dolazi do izražaja problem da su ekonomska znanja neadekvatna, a potrebne informacije limitirane.

3.6.1. Intermedijarni targeti monetarne politike

Postoji više razloga zašto su intermedijarni ciljevi značajni za vođenje monetarne politike. Prvo, oni predstavljaju smernice kreatorima monetarne politike kako da reaguju u odnosu na specifične situacije kada instrumenti monetarne politike utiču na ciljnu funkciju (cenovna stabilnost) sa dugim vremenskim kašnjenjima. Zatim, oni predstavljaju i signal finansijskim tržištima u kom smeru će ići

monetarna politika i na taj način smanjuju neizvesnost oko budućih pravaca monetarne politike. Takođe, oni predstavljaju signal i javnosti koji može uticati na smanjenje inflacionih očekivanja. Razlozi za korišćenje intermedijarnih targeta ogledaju se u tome što je centralnim bankarima teško da direktno kontrolišu krajnji cilj, to jest cenovnu stabilnost. Intermedijarni targeti, poput kompasa, ukazuju u kom smeru se može očekivati kretanje inflacije. Oni u stvari predstavlju jednu vrstu vodećih indikatora, jer se njihove promene dešavaju pre promene inflacije.

Uloga intermedijarnih targeta bi se mogla prikazati pomoću sledeće šeme:

INSTRUMENTI MONETARNE POLITIKE >> OPERATIVNI TARGETI >> INTERMEDIJARNI TARGETI >> KRAJNJI TARGETI >> FINALNI CILJ (CENOVNA STABILNOST)

Da bi neka varijabla mogla da bude intermedijarni target ona mora da ispunjava najmanje dva preduslova:

- Da postoji veza između kretanja intermedijarnog targeta i stope inflacije i
- Da centralna banka svojim instrumentima može uticati na kretanje vrednosti intermedijarnog targeta.

Najvažniji intermedijarni targeti monetarne politike su:

- Targetiranje deviznog kursa, koje je bilo obavezno za vreme Bretonvudskog sistema,
- Targetiranje monetarnih agregata, koje je bilo raširenо tokom sedamdesetih pod uticajem Fridmana i monetarista,
- Targetiranje inflacije, koje postaje sve raširenije od devedesetih godina prošlog veka i
- Targetiranje nominalnog društvenog proizvoda, koje više predstavlja teorijsku koncepciju nego što je korišćeno u praksi

Ukoliko centralna banka procenjuje da ne postoje uslovi za korišćenje intermedijarnih targeta, tada monetarna politika pokušava da direktno utiče na krajnji cilj, korišćenjem svih instrumenata koji joj stoje na raspolaganju. Opasnost vođenja monetarne politike bez intermedijarnog targeta ogleda se u tome što bez jasnog i

eksplicitnog cilja monetarna politika može postati nekoherentna i davati loše rezultate po pitanju kretanja inflacije.

3.6.2. Targetiranje deviznog kursa

Izbor optimalnog režima deviznog kursa predstavlja jedno od najvažnijih nerazrešenih pitanja međunarodne ekonomije. Tokom poslednje dve decenije režimi deviznih kurseva u praksi su se značajno menjali, odnosno veliki broj zemalja je promenio svoju politiku deviznog kursa. Poslednjih godina u literaturi su sve više zastupljeni stavovi da su jedino dugoročno održivi režimi deviznih kurseva slobodno fluktuiranje ili neka od varijanti „čvrstog deviznog kursa“ (Bubula 2002, Eichengreen 1998, Obstfeld 1995, Rogof 1995).

U režimu fiksnog deviznog kursa postoji vrlo mali prostor za diskreciju centralne banke. Ovaj režim je pogodan za centralne banke sa „lošom istorijom“ kretanja inflacije. Danas postoji veliki broj režima deviznog kursa. Što je režim deviznog kursa više fiksan to postoji manji prostor za diskrecionu ekonomsku politiku. Iako on može biti efikasan u obaranju inflacije, može dovesti u pitanje sprovođenje anticiklične monetarne politike.

Targetiranje deviznog kursa, odnosno upotreba deviznog kursa kao nominalnog sidra ima dosta prednosti. Ovaj oblik targetiranja je relativno jednostavan i razumljiv svim tržišnim učesnicima, stoga on može relativno brzo dovesti do obaranja inflacionih očekivanja i stope inflacije. Vezivanje domaće valute za valutu strane zemlje u kojoj postoji izrazita monetarna stabilnost dovodi na određen način do pozajmljivanja „kredibiliteta“ od zemlje prema kojoj je fiksirana domaća valuta, što je naročito značajno u uslovima niskog kredibiliteta domaćih monetarnih vlasti. Ovaj režim monetarne politike se obično smatra pogodnim za male otvorene ekonomije u kojima spoljna razmena ima veliki udeo u BDP. Naročito je pogodan u uslovima nerazvijenog tržišta kapitala, jer je najtransparentniji i najefektivniji kanal monetarne transmisije. Targetiranje deviznog kursa ima smisla samo ukoliko postoji predvidljiva veza između deviznog kursa i buduće stope inflacije.

Ovaj režim je bio naročito rasprostranjen tokom Bretonvudskog sistema, kada su devizni kursevi gotovo svih zemalja bili fiksirani u odnosu na američki dolar. U

ovom režimu moguće je voditi politiku fiksnog deviznog kursa, valutnog odbora, fiksiranja nacionalne valute prema korpi valuta, a postoje mišljenja da se i politika rukovođenog fluktuiranja može podvesti pod ovaj režim (naravno pod pretpostavkom da postoji uska zona fluktuacije). Centralna banka može direktno targetirati devizni kurs preko operacija na otvorenom tržišu ili indirektno preko politike kamatnih stopa.

U prilog targetiranja deviznih kurseva ide i istraživanje Bubule (2002) koja je ustanovila da intermedijarni režimi vezivanja deviznog kursa imaju najveću verovatnoću pojave krize deviznih kurseva, a da je ova verovatnoća manja u slučaju fiksnih deviznih kurseva u odnosu na fluktuirajuće režime. Rezultati njenog istraživanja mogu se prikazati sledećom tabelom.

Tabela br. 3.3 – Režimi deviznih kurseva i devizne krize

Režim deviznog kursa	Učešće u deviznim krizama (u %)
Fiksni devizni kursevi	7,14
Intermedijarni režimi	72,96
Fluktuirajući režimi	19,90

Izvor: Bubula, A. i Otker-Robe, I. (2002), „The Evolution of Exchange Rate Regimes Since 1990: Evidence from de Facto Policies“, IMF, WP/02/155.

Iz tabele je jasno da je gotovo tri četvrtine svih deviznih kriza nastalo u uslovima kada je zemlja primenjivala intermedijarne režime. Do kriza je najčešće dolazilo kada su kreatori ekonomske politike usmeravali tekuću politiku prema domaćim ciljevima, a vrlo često kao posledica nemogućeg trojstva.[51] Naravno, ovo ne znači da se krize nisu pojavljivale i pri ostalim režimima deviznog kursa.

Targetiranje deviznog kursa je često rezultat „straha“ zemlje od slobodnog fluktuiranja valute, koje ukoliko je preveliko može naneti znatne štete privredi. U režimu slobodnog fluktuiranja rizik deviznog kursa se prenosi na privredu, koji u uslovima nedovoljno jake valute, neizgrađenih institucija i nedovoljnog kredibiliteta kreatora ekonomske politike, može voditi značajnom tržišnom riziku. Takođe, periodi depresijacije i apresijacije imaju asimetričan uticaj na kretanje inflacije. Depresijacija ima mnogo jači uticaj na inflaciju, nego što apresijacija ima na dezinflaciju.

51 Pod nemogućim trojstvom podrazumeva se slobodno kretanje kapitala, fiksan devizni kurs i nezavisna monetarna politika.

Slabost ovog monetarnog režima je u tome što se gubi značajan broj instrumenata monetarne politike. Međutim, kako se, po pravilu, ovome režimu najčešće pristupa u uslovima izražene ili dugotrajne monetarne slabosti, onda oduzimanje dela diskrecionih prava kreatorima monetarne politike može biti i prednost. Opasnost može biti i činjenica da niski transakcioni troškovi mogu stimulisati špekulativne tokove kapitala, previsok rast kredita i skok cena hartija od vrednosti. Ovakva kretanja u srednjoročnom periodu mogu dovesti do pojave makroekonomske i finansijske krize u slučaju povlačenja ili „bekstva" kapitala, naročito ukoliko je kombinovano sa deficitom tekućeg računa platnog bilansa. Ovaj režim često vodi deficitu tekućeg računa, jer nije moguće korišćenje politike deviznog kursa za uravnoteženje platnog bilansa.

U uslovima kada opadaju devizne rezerve potrebno je podići kratkoročne kamatne stope i obrnuto, kada rastu devizne rezerve treba obarati kratkoročne kamatne stope. Ukoliko postoji značajna razlika između stope inflacije u zemlji koja koristi ovaj režim u odnosu na zemlju čija je valuta uzeta kao target, onda će ovaj režim biti neodrživ u dugom roku. Sledeći nedostatak ovog režima se ogleda u tome što zemlja prema čijoj je valuti sprovedeno fiksiranje domaće valute može voditi drugačiju monetarnu politiku od one koja bi bila poželjna u zemlji koja vrši fiksiranje valute. Posebna teškoća ovog režima se ogleda u tome kako formulisati izlaznu strategiju iz ovog režima, odnosno kakav bi ona uticaj imala na inflaciona očekivanja.

Potencijalna opasnost se može pojaviti ukoliko tržište iz bilo kog razloga smatra da je postojeći target neodrživ, onda će se pojaviti jak pritisak na devizni kurs. Odgovor kreatora monetarne politike može doći preko prilagođavanja kamatnih stopa i upotrebe deviznih rezervi. Ovakva politika može biti uspešna, samo ukoliko je neravnoteža umerenog karaktera. Ukoliko je u pitanju značajna neravnoteža, onda devizne rezerve mogu pasti ispod kritičnog nivoa, a kamatna stopa može porasti do nivoa, preko kojeg dalja upotreba politike kamatne stope znači gubitak kredibiliteta. Tada će odbrana deviznog kursa biti nemoguća i nužno će biti novo prilagođavanje deviznog kursa. Ovakav redosled događaja se može primetiti tokom Meksičke krize 1994. godine, Azijske krize 1997 – 1998, a više puta se dešavao i kod nas (1990. nakon propasti Markovićevog programa, 1995. nakon Avramovićevog programa).

Kompromis između fiksnih deviznih kurseva i slobodnog fluktuiranja predstavlja režim rukovođenog fluktuiranja deviznog kursa (ili zona fluktuiranja). Ovaj režim podrazumeva da postoji zona dozvoljene fluktuacije deviznog kursa. Kada se devizni kurs približi donjoj ili gornjoj granici centralna banka interveniše da bi održala devizni kurs u okviru targetirane zone fluktuacije. Ovaj režim može biti dosta komplikovan, zato što on podrazumeva da centralna banka istovremeno upravlja sa

dva instrumenta: deviznim kursom i kamatnom stopom. Empirijske studije (Levy-Yeati 2003, Ghosh 1997. i dr) su pokazale da u režimima fiksnih deviznih kurseva postoji niža stopa inflacije, ali da istovremeno u zemljama koje primenjuju ove režime postoje veće fluktuacije ekonomske aktivnosti.

Poslednjih godina ovakav režim su primenile neke zemlje u procesu pristupanja EU poput: Bosne, Bugarske, Hrvatske, Makedonije, Rumunije i dr. Ove zemlje su ostvarile sniženje transakcionih troškova i povećanje spoljnotrgovinske razmene sa EU.

3.6.3. Targetiranje monetarnih agregata

Atraktivnost ovog režima leži u tome što su monetarni agregati i uzročnik promene inflacije i pouzdan vodeći indikator o budućem kretanju stope inflacije. Takođe, monetarni agregati mogu biti efektivno kontrolisani od strane centralne banke. Ukoliko se oni povećavaju po konstantnoj stopi koja korespondira sa željenom stopom rasta BDP-a, uz korekciju za eventualne promene u brzini opticaja novca, tada će postojati cenovna stabilnost. Istovremeno, javnost je lako ubediti da povećanje monetarnih agregata deluje na rast inflacije, a da će „čvrst“ target zaustaviti inflaciju. Ovaj koncept se bazira na neoklasičnoj pretpostavci da je ekonomski sistem stabilan usled jakih samouravnotežujućih snaga koje se baziraju na fleksibilnim cenama. On je na svojoj popularnosti dobio krajem sedamdesetih i početkom osamdesetih godina, nakon perioda „Velike inflacije.“[52]

Monetarno targetiranje je pogodnije za velike privrede sa jakim unutrašnjim tržištem, koje su u manjoj meri zavisne od spoljne trgovine, zbog potencijalne opa-

52 Periodom „Velike inflacije“ se naziva period od sredine šezdesetih do kraja sedamdesetih godina prošlog veka. Razlog za pojavu perioda „Velike inflacije“ je bila kombinacija šokova i pogrešne ekonomske politike vlada. Šokovi su se odnosili na rast agregatne tražnje kao posledica Vijetnamskog rata, ekspanzije većine razvijenih zemalja, koja je dovela do globalnog viška tražnje, kao i dva naftna šoka. Greške kreatora ekonomske politike su se odslikavale u težnji vlade da ostvari višu stopu ekonomskog rasta nego što je bila konzistentna sa postojećom stopom inflacije. Kada je „duh inflacije jednom pušten iz boce“, nije ga bilo lako vratiti, sve do pojave globalne recesije početkom osamdesetih.

snosti da dođe do konflikta između politike stabilnog rasta monetarnih agregata i politike deviznog kursa.

Glavni zadatak monetarne politike je da povećava ponudu novca u skladu sa trendom rasta realnog sektora. U praksi ono znači da centralna banka menja zvaničnu kamatnu stopu da bi usporila ili ubrzala monetarni rast u skladu sa najavljenim targetom. Ovaj režim u stvari polazi od pretpostavke da „najbolja stvar koju može da uradi“ monetarna politika je da spreči da monetarna politika postane izvor nestabilnosti. On se bazira na kvantitativnoj teoriji novca.

Atraktivnost ovog režima leži u pretpostavci o konstantnoj brzini opticaja novca. Čuveni rad Fridmana i Schwartza (1963) je utvrdio konstantnost brzine opticaja i otvorio širok prostor za primenu targetiranja monetarnih agregata. Druga važna pretpostavka za primenu ovog režima je da je novčana masa pod kontrolom centralne banke i u relativno kratkim vremenskim periodima.

Monetarno targetiranje je usmereno ka srednjem ili dugom roku. Ipak praktično pravilo koje se sledi je gotovo uvek definisano za period od godinu dana. Postoje različite opcije monetarnog targetiranja. Predmet targeta može biti novčana masa sa različitim širinama obuhvata, primarni novac i ukupni krediti. Bundesbanka je sve do gubitka emisione funkcije, a tu politiku je nastavila ECB, definisala i publikovala vrednost monetarnog agregata M_3, kao godišnjeg targeta. Prilikom određivanja monetarnog targeta postoji mogućnost da on bude u vidu jedne numeričke vrednosti ili u vidu zone. Bundesbanka je polazila od četiri varijable: trenda rasta društvenog proizvoda, neizbežne stope inflacije, očekivane promene brzine otpicaja novca i uticaja ekonomskih ciklusa na trend BDP-a.

Bitan faktor koji je uticao na usvajanje politike monetarnog targetiranja je bilo prihvatanje inflacionih očekivanja, kao bitnog faktora od uticaja na visinu stope inflacije. Javno objavljeni monetarni targeti deluju na porast kredibiliteta centralne banke i na obaranje inflacionih očekivanja i stoga oni ne bi smeli da se menjaju u toku godine, osim u izuzetnim situacijama.

Tokom sedamdesetih, gotovo sve industrijalizovane zemlje su prihvatile koncept targetiranja monetarnih agregata. To je praktično značilo napuštanje tadašnje anticiklične monetarne politike, koja nije mogla da se koristi kao osnova za monetarnu politiku u uslovima istovremenih inflacionih i recesionih pritisaka. Atraktivnosti ovog koncepta je dodatno doprineo krah Bretonvudskog sistema i sistema fiksnih deviznih kurseva, što je u većini razvijenih zemalja dovelo do akceleracije in-

flacije tokom sedamdesetih. Povezivanjem rasta monetarnih agregata sa trendom rasta BDP-a daje ovom konceptu i ulogu automatskog stabilizatora, jer on deluje kontraciklično. Tako, na primer u periodu recesije prema ovom konceptu „ubacuje“ se veća količina novca u opticaj od stope rasta BDP-a i na taj način se sprečavaju ili usporavaju kontrakcioni procesi. Isti procesi usklađivanja, samo u suprotnom smeru, odvijaju se u periodu ekspanzije.

Boks br. 3.2. – Primer monetarnog targetiranja Bundesbanke

Nakon sloma Bretonvudskog sistema, Bundesbanka je došla do zaključka da prelazak sa režima fiksnih na režim fleksibilnih deviznih kurseva traži novu monetarnu politiku. O novom monetarnom režimu široke debate su vođene i u Bundesbanci i izvan nje, a krajnji zaključak je bio da se treba pridržavati određenog pravila. Stoga je kao okvir odabrano monetarno targetiranje čija je primena započela 1974. godine, nakon naftnih šokova.

U prvoj godini postavljen je target od 8%, koji je prebačen za 2%. I u narednih par godina kada se prešlo na prosečne targete i oni su bili premašeni. Razlog prebacivanja targeta nije bila loša primena tehnike monetarnog targetiranja, već davanje velikog značaja politici deviznog kursa. U periodu 1976-1979. dolar je izgubio oko 20% svoje vrednosti i većina centralnih banaka, uključujući i Bundesbanku, intervenisale su u cilju očuvanja vrednosti dolara. Stoga, Bundesbanka od 1979. godine umesto targetirane vrednosti prelazi na koncepciju targetiranja zone, u cilju obezbeđenja veće fleksibilnosti. U narednom dvadesetogodišnjem periodu targeti su često bili prebačeni ili podbačeni. Opravdanja za podbačaj ili prebačaj targeta se nalaze u tome što target nije cilj sam po sebi, već samo intermedijarna veličina koja treba da omogući primarni cilj obaranje inflacije, kao i sekundarni ublažavanje amplituda ciklusa.

Ukoliko u međunarodnoj dimenziji posmatramo uporedne rezultate u pogledu visine ostvarene inflacije u Nemačkoj i drugim razvijenim zemljama, nesumnjiv zaključak koji se nameće je da je monetarno targetiranje bilo vrlo uspešno u obaranju inflacije.

Međutim, vremenom je targetiranje monetarnih agregata postalo manje uspešno. Tome je doprinelo dosta faktora: promena finansijskih struktura, pojava finansijskih inovacija koje su predstavljale supstitut novcu, promene u brzini opticaja novca, manja efikasnost ovog režima pri nižim stopama inflacije i dr. Celokupna koncepcija monetarnog targetiranja se bazirala na pretpostavci da je tražnja za nov-

cem relativno stabilna veličina. Veliki broj ekonometrijskih studija je potvrdio hipotezu o stabilnosti novca, ali samo u dugom roku. Odstupanja od monetarnog targeta, šta više, ponekad uopšte ne traže nikakvu korektivnu akciju, jer se ona mogu javiti kao rezultat kratkoročne nestabilnosti tražnje za novcem ili promene kratkoročnih kamatnih stopa.

Promene tražnje novca u uslovima fiksiranih monetarnih agregata dovode do velikih fluktuacija kamatnih stopa, koje utiču na fluktuacije investicija. Takođe, fluktuacije kamatnih stopa utiču na kretanje kratkoročnog kapitala, što u uslovima globalne povezanosti tržišta dovodi do velikih oscilacija deviznih kurseva. U takvim uslovima monetarno targetiranje postaje u velikoj meri otežano. Veliku opasnost za monetarno targetiranje može i predstavljati situacija u kojoj se monetarni targeti često promašuju, što može ugroziti kredibilitet centralne banke i pokrenuti inflacionu spiralu.

Vremenom su jedna po jedna centralna banka napuštale koncept monetarnog targetiranja. Od značajnijih zemalja monetarno targetiranje danas primenjuje samo Evropska centralna banka, ali se ovaj pristup koristi uz značajan stepen diskrecije i u kombinaciji sa drugim režimima (prisutni su elementi targetiranja inflacije).

Monetarno targetiranje je još uvek u velikoj meri rasprostranjeno u zemljama u razvoju i nekim privredama u tranziciji, gde klasičan bankarski sektor ima dominantnu ulogu u finansijskom sistemu i gde je prisutna mnogo čvršća veza između monetarnih agregata i finalne potrošnje.

3.6.4. Targetiranje inflacije

Dok se većina inovacija u ekonomskoj politici širila sa velikih na male zemlje, politika targetiranja inflacije predstavlja izuzetak. Targetiranje inflacije je prvi put primenio Novi Zeland 1989. godine i od tada je ovaj koncept doživeo rastuću popularnost i njega je prihvatilo preko 30 zemalja. Veliki broj zemalja je ovaj koncept prihvatilo posle kriza deviznih kurseva ili inflatornih epizoda. Iako Evropska centralna banka formalno nije prihvatila ovaj koncept, monetarna politika koju vodi ECB ima dosta sličnosti sa targetiranjem inflacije. U SAD već niz godina se vode debate da li treba preći na targetiranje inflacije, ali FED se još uvek

nije odlučio da pređe na ovaj koncept. Targetiranje inflacije je najčešće korišćeno kada je neki drugi monetarni režim dao loš rezultat. Velika Britanija je prihvatila režim targetiranja inflacije 1992. godine nakon napuštanja „Exchange rate mechanism-a“ Evropske unije. Ubrzo su ovaj koncept prihvatile Švedska (1993), Finska (1993) i Španija (1994). Kanada (1991) je uvela targetiranje inflacije nakon loših rezultata monetarnog targetiranja.

Koncept targetiranja inflacije se može definisati kao okvir monetarne politike koji karakteriše javno objavljivanje numeričkog targeta (ili zone) inflacije za jedan ili više vremenskih perioda i eksplicitna tvrdnja da niska, stabilna stopa inflacije predstavlja osnovni cilj monetarne politike. Ostale važne karakteristike targetiranja inflacije se odnose na velike napore u komunikaciji sa javnošću oko planova i ciljeva monetarne politike.

Za sprovođenje targetiranja inflacije potrebno ispuniti četiri preduslova. Prvi se odnosi na to da obaranje inflacije bude cilj centralne banke, uz istovremeno postojanje odgovornosti centralne banke.

Drugi preduslov se odnosi na izbegavanje situacije da obaranje inflacije bude podređeno nekom drugom cilju, treći se odnosi na dovoljno razvijen i stabilan finansijski sistema, a poslednji preduslov se odnosi na upotrebu instrumenata monetarne politike koji su usmereni ka obaranju, odnosno održavanju stope inflacije.

Na prvi pogled može se javiti dilema da li ovo uopšte može biti monetarni režim i kako intermedijarni cilj može biti nešto što je i krajnji cilj. Ipak u pitanju je monetarni režim, jer on podrazumeva strukturni pristup da bi se ostvario cilj. Osnovna razlika između ovog režima i režima u kojem postoji potpuna diskrecija monetarne politike ogleda se u proceduri izbora cilja monetarne politike, inicijativi za ostvarenje cilja, kao i visokom stepenu transparentnosti monetarne politike. Možemo zaključiti da su četiri osnovna principa na kojima se bazira targetiranje inflacije:

- Opredeljenost za stabilnost cena,
- Numerički izražena targetirana stopa inflacije,
- Visok stepen transparentnosti sistema: objavljivanje izveštaja, ekonometrijske procene, nastupi u medijima i
- Odgovornost (sankcije) za ostvarivanje rezultata.

Boks br. 3.3. – Sankcije u slučaju neostvarenja inflacionog targeta – primer Novog Zelanda

Najdrastičniji primer sankcionisanja guvernera za neostvarenje inflacionog targeta postoji u Novom Zelandu, jer u tom slučaju guverner može biti otpušten. Procedura otpuštanja nije automatska, a odluku o otpuštanju može doneti ministar finansija ili vlada. Odstupanje od inflacionog targeta se smatra prihvatljivim u slučaju neočekivanih okolnosti kao što su:

- Neočekivane promene cena na svetskim tržištima,
- Promene u nivou oporezivanja,
- Vladina politika koja utiče na kretanje cena i
- Prirodne katastrofe.

Priroda ovih neočekivanih okolnosti mora da bude detaljno obrazložena, a ministar finansija ima „konačnu reč“ da odluči da li su navedeni razlozi opravdani. Do sada su inflatorni targeti više puta “prebačeni”, ali Vlada se nijednom nije opredelila da smeni guvernera.

Da bi targetiranje inflacije bilo uspešno neophodno je da postoji visok stepen nezavisnosti centralne banke. U najvećem broju slučajeva, zemlje koje su prihvatile targetiranje inflacije imaju slobodu instrumenata za ostvarivanje targetirane stope inflacije, ali nemaju slobodu izbora targeta. Izbor targeta u ovom režimu najčešće vrše vlada, parlament ili neki drugi izabrani političar. Ovaj koncept isključuje mogućnost da centralna banka osim targetirane stope inflacije može imati bilo koji drugi cilj. Takođe, ovaj koncept podrazumeva visok stepen transparentnosti i kredibiliteta centralne banke.

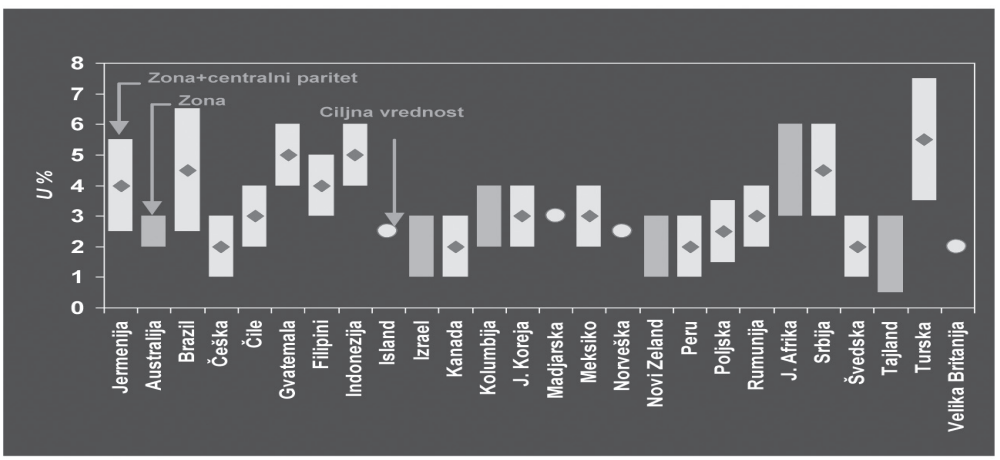
Samo objavljivanje inflacionog targeta se ne smatra procesom targetiranja inflacije jer od objavljivanja inflacionog targeta do prihvatanja koncepcije targetiranja inflacije mogu proći godine. Takođe, neophodno je utvrditi precizno vremenski horizont na koji se odnosi target(i), kao i indeks cena koji je predmet targetiranja.

Prva dilema koja se javlja prilikom uvođenja inflacionog targeta može biti za koji vremenski horizont postaviti target. Ovo pitanje je vrlo različito rešavano u praksi, jer se inflacioni target ne može postaviti jednom zauvek, s obzirom na to da je inflacija uvek pod uticajem nepredvidljivih šokova i vremenskih kašnjenja. Ukoliko kamatne

stope utiču na stopu inflacije tek nakon perioda dužeg od jedne godine, onda je besmisleno određivati target za sledeću godinu. Samo mali broj centralnih banaka koji je prihvatio ovaj koncept je postavio kao cilj da u vrlo kratkom roku dovede inflaciju na targetiranu vrednost, jer bi takve politike vodile „izbacivanju“ privrede iz ravnoteže. Kao optimalan vremenski horizont mogao bi se tretirati onaj vremenski period koji je potreban da instrumenti ekonomske politike počnu da daju rezultate u praksi. Na primer, na početku targetiranja inflacije Kanada i Novi Zeland su usvojile period od 18 meseci, Australija je prihvatila period poslovnog ciklusa, dok u Velikoj Britaniji Vlada može da menja target svake godine ili da ga prilagođava fazi ciklusa.

Sledeća dilema može biti koji indeks treba targetirati. Najveći broj zemalja je prihvatio rešenje da to bude indeks potrošačkih cena, pri čemu se u početku obično koristi koncepcija bazične inflacije da bi se izbegle negativne posledice eventualnih šokova, koji mogu doći kao posledica rasta cena hrane, energenata, indirektnih poreza i dr.

Inflacioni target može biti definisan na različite načine: u vidu jedinstvene vrednosti, u vidu zone fluktuacije ili u vidu zone fluktuacije sa centralnim paritetom. Ipak relativno mali broj centralnih banaka definiše target u vidu numeričke vrednosti, a u najvećem broju slučajeva on je definisan u vidu zone fluktuacije. Nijedna centralna banka nije definisala kao inflacioni target nultu stopu inflacije, a veoma mali broj, koji targetira zonu fluktuacije, definiše zonu od nulte stope pa naviše. Najveći broj inflacionih targeta se nalazi u rasponu od 1% do 4%, a viši targeti od 4% postoje samo u slučaju zemalja u razvoju. Na sledećem grafiku je prikazano kako je definisan inflacioni target u različitim zemljama.



Grafik br. 3.4 – izbor inflacionog targeta

U ovom režimu nije moguće koristiti devizni kurs kao instrument monetarne politike, ali to ne isključuje intervencije na deviznom tržištu, koje se mogu koristiti pre svega za ublažavanje posledica povremenih šokova. Interesantan primer mogu biti Čile i Izrael, koji su u trenutku prihvatanja targetiranja inflacije koristili režim pokretnih zona, zbog velikog značaja deviznog kursa za stabilnost. Obe zemlje su intervenisale na deviznom tržištu da bi održale devizne kurseve u okviru zone. Tokom vremena zone su širene, tako da nisu otežavale monetarnoj politici vođenje politike targetiranja inflacije, a Izrael ih je nešto kasnije i ukinuo.

Dilema može biti i ko je zadužen za određivanje i objavljivanje inflacionog targeta. U praksi su se iskristalisale tri opcije: centralna banka, vlada (najčešće ministarstvo finansija) ili zajednički centralna banka i vlada. U sledećoj tabeli je prikazano objavljivanje targeta u izabranim zemljama.

Tabela br. 3.5 – Objavljivanje inflacionog targeta *(53)*

Institucija koja je objavila target	Zemlja
Vlada	Brazil, Island, Izrael, Norveška, Ujedinjeno Kraljevstvo.
Centralna banka	Čile, Kolumbija, Finska, Meksiko, Poljska, Španija, Švedska, Tajland.
Zajedno vlada i centralna banka	Australija, Kanada, Češka, Mađarska, Koreja, Novi Zeland, Filipini, Južnoafrička Republika, Srbija

U najvećem broju slučajeva u praksi je primenjena politika zajedničkog objavljivanja od strane centralne banke i vlade, da bi se na taj način pokazalo da ne postoji konflikt između monetarne i fiskalne politike i da će svi kreatori ekonomske politike biti posvećeni ostvarenju targeta.

Za razliku od monetarnog targetiranja koje je u suštini fokusirano na srednji ili dugi rok, uz pasivnu ulogu monetarne politike, dotle je targetiranje inflacije uglavnom fokusirano na kratak rok uz mnogo više aktivističkog pristupa. Suština targetiranja inflacije se ogleda u tome da ukoliko je procenjena stopa inflacije viša (niža) od targetirane, tada je potrebno povećati (smanjiti) nivo kratkoročnih kamatnih stopa. Zajednička karakteristika svih zemalja koje koriste targetiranje inflacije je da koriste model za procenu buduće stope inflacije. Za razliku od režima monetarnog targetiranja koji procenu stope inflacije bazira samo na bazi novčanih stokova, dotle se u režimu targetiranja inflacije za procenu inflacije koriste sve raspoložive informacije.

53 Pod nemogućim trojstvom podrazumeva se slobodno kretanje kapitala, fiksan devizni kurs i nezavisna monetarna politika.

U praksi ovaj model se pokazao dosta uspešnim kada je u pitanju obaranje stope inflacije. B. Friedman (2003), Svenson (2000), Bernanke (1999), Jonsson (1999) i mnogi drugi su došli do zaključka da su zemlje koje su primenile targetiranje inflacije ostvarile relativno niske stope inflacije. Međutim, većina njih je došla i do zaključka da se njihove performanse po pitanju stope inflacije nisu značajnije razlikovale od performansi razvijenih zemalja, koje su koristile neki drugi monetarni režim (Bernanke 1999, Jonsson 1999).[54] Studija MMF-a (2005) je pokazala da targetiranje inflacije u zemljama u razvoju nema negativne efekte na ekonomski rast, dok je stopa inflacije značajno niža u odnosu na zemlje koje koriste neki drugi monetarni režim. Međutim, ovaj zaključak bi bio teško održiv ukoliko bi se posmatrale samo evropske privrede u tranziciji, koje su svoj devizni kurs vezale za evro. ECB (2006) ukazuje da uspešna održivost ovog režima u privredama u tranziciji zahteva institucionalnu nezavisnost centralne banke, dobro razvijenu tehničku infrastrukturu, efektivnu kontrolu inflacije i odsustvo prevelike osetljivosti na kretanje deviznog kursa. Sprovođenje ovog režima otežavaju nedovoljno razvijena tržišta kapitala, fiskalna dominacija i nedovoljno jaki instrumenti monetarne politike. Ovaj režim podrazumeva slobodno fluktuiranje deviznog kursa i može voditi negativnim ekonomskim performansama, jer u periodima visokog priliva kapitala on vodi apresijaciji nacionalne valute i slabljenju konkurentnosti privrede.

Ekonometrijske studije su pokazale da je u zemljama koje su prihvatile politiku targetiranja inflacije opala stopa inflacije, kao i inflaciona očekivanja, i da se smanjio spred između nominalne i realne kamatne stope, a makroekonomski indikatori su ostali nepromenjeni ili su se poboljšali.[55] Kritičari targetiranja inflacije ističu da je potpuno isti razvoj događaja ostvaren i u SAD, iako SAD nisu koristile politiku targetiranja inflacije.

Oni ističu da, iako je ovaj režim baziran na pravilu, u suštini predstavlja čistu diskreciju, a prevelika diskrecija može voditi velikim fluktuacijama stope inflacije. Takođe, kritičari ističu kako je i pored insistiranja na transparentnosti ovaj režim nedovoljno transparentan, jer u njegovoj suštini je modelski procenjena stopa inflacije i na bazi nje se manipuliše varijablama monetarne politike. Procenjena stopa

54 Treba imati u vidu da je u periodu od druge polovine devedesetih ostvarena niska stopa inflacije u svim razvijenim zemljama. Zbog toga se ovaj period zove periodom „Velike stabilnosti". Razloga za ovako nisku stopu inflacije postoji više. Unapređeno je razumevanje onoga što monetarna politika može, kao i onoga što ne može, poboljšani su ekonometrijski modeli, kao i izvori podataka, povećan je strah od inflacije i troškova koje ona nosi, povećan je stepen nezavisnosti centralnih banaka, kao i njihov kredibilitet.

55 Za više detalja videti Gramlich, E, (2005), „The Politics of Inflation Targeting", Euromoney Inflation Conference, Paris

inflacije je često uslovna, povezana sa kretanjem kamatnih stopa, deviznih kurseva i sl. Javnost najčešće ne razume kako je konstruisan model i na koji način on funkcioniše, pa se može doživeti kao netransparentan pristup. Slabost se ogleda i u tome što ovaj režim monetarne politike u velikoj meri počiva na prognoziranoj stopi inflacije, a tehnike prognoziranja još uvek nisu u dovoljnoj meri pouzdane. Takođe, u suštini ovog modela je slobodno fluktuiranje deviznog kursa, koje može imati negativne posledice za neke zemlje u razvoju, koje imaju nisku konkurentnost, loš kredibilitet kreatora ekonomske politike i nedovoljno razvijena finansijska tržišta.

Zamerka ovom režimu je i što javnost može zaključiti da je centralna banka fokusirana samo na cenovnu stabilnost, uz zanemarivanje ostalih ekonomskih ciljeva. Ova konstatacija je tačna, jer i zadatak centralne banke jeste da održava stopu inflacije u okviru utvrđenog targeta. Kako su ekonomije podvrgnute različitim vrstama šokova, kao i povremenim greškama kreatora ekonomske politike, to su prisutna povremena odstupanja inflacije od targeta. U takvim uslovima centralne banke preduzimaju korektivne akcije da vrate stopu inflacije u planirane okvire, a takve mere često mogu imati destimulativne efekte na privredni rast.

3.6.5. Targetiranje nominalnog društvenog proizvoda

U ovom režimu monetarna politika targetira nominalni društveni proizvod. U pitanju je kejnzijanska koncepcija, koja smatra da monetarna politika mora da uzima u obzir i realne varijable kao što su: proizvodnja, zaposlenost, investicije i dr. Pretpostavka ove koncepcije je da agregatne fluktuacije nominalnih veličina, koje su rezultat monetarne politike, imaju uticaj i na realni sektor.

U ovom režimu monetarni agregat (novčana masa) se povećava uvek kada je nominalni rast BDP-a ispod targetiranog i obrnuto, on se smanjuje kada je nominalni rast BDP-a iznad targetiranog. Na ovaj način targetiranje nominalnog društvenog proizvoda deluje anticiklično. Ukoliko bi važila pretpostavka da je tražnja za novcem stabilna i da nema promena u brzini opticaja novca ne bi postojala suštinska razlika između monetarnog targetiranja i targetiranja nominalnog društvenog proizvoda. U osnovi ova koncepcija se bazira na kejnzijanskoj teoriji o pasivnoj ulozi monetarne politike.

Ovaj koncept u praksi nije prihvatila nijedna centralna banka, a za to postoje najmanje četiri kjučna razloga. Prvo, svojim instrumentima centralna banka ne može u značajnijoj meri da utiče na formiranje nominalnog BDP-a, a naročito ne u periodu od jedne godine za koji se definiše target. Drugo, ova koncepcija u stvari utvrđuje dva cilja, jedan se odnosi na porast cena, a drugi na porast proizvodnje, što centralna banka teško može da objavi bez velikog uticaja političkog faktora. U ovakvim uslovima precenjivanje stope rasta realnog sektora (koje je verovatno ukoliko se formira pod uticajem političkog faktora) stvara plodno tle za scenario u kojem centralna banka kreira inflaciju. Treće, u ovom scenariju se zanemaruje da je formiranje društvenog proizvoda više pod uticajem fiskalne, nego pod uticajem monetarne politike. Četvrto, ova koncepcija daje potpuno pasivnu ulogu monetarnoj politici, kojom ona faktički samo prati tražnju.

3.6.6. Dolarizacija

Pojam dolarizacije nije nov, ali od fenomena koji je „izašao iz mode“,[56] dolarizacija u poslednjoj deceniji sve više postaje instrument ekonomske politike koji preporučuje sve veći broj ekonomista. Pod pojmom dolarizacije, odnosno eurizacije,[57] podrazumeva se nekoliko različitih monetarnih sistema koji su međusobno vrlo različiti, ali imaju zajedničku karakteristiku da je u formalnim ili neformalnim transakcijama strana valuta široko rasprostranjena, kao platežno sredstvo. Nesumnjivo, dve najrasprostranjenije rezervne valute su dolar i evro. O rasprostranjenosti dolarizacije najbolje svedoči podatak da se oko dve trećine ukupne emisije dolara nalazi izvan SAD.[58] Sredinom devedesetih Bundesbanka je procenila da stranci drže oko 40% emitovane vrednosti DEM.[59] Dolarizacija predstavlja spontan odgovor privrede i stanovništva na nestabilno

56 U devetnaestom i početkom dvadesetog veka najveći broj zemalja je koristio tuđu valutu. Tada je preovladavao stav da nacionalna valuta i monetarna politika nisu neophodni i da nemaju veći uticaj na privredni razvoj
57 U nastavku teksta neće se koristiti pojam eurizacija, već samo dolarizacija imajući u vidu da je termin dolarizacija uobičajen za sve zemlje koje koriste stranu valutu kao platežno sredstvo, nezavisno da li je u pitanju dolar ili neka druga valuta.
58 Aguado, S, (2000), „Transatlantic Perspectives on the Evro and the Dollar: Dollarization and other Issues“, University of Alcala, Spain
59 Schuler, K, (2000), „Basics of Dollarization“, Joint Economic Committee Staff Report, USA.

ekonomsko okruženje, Međutim, i pored drastičnog trenda opadanja inflacije u PUT i ZUR visok nivo dolarizacije i dalje ostaje prisutan. Ovakva tendencija se može objasniti lošom istorijom nacionalne valute i u uslovima kada stanovništvo i privreda nisu sigurni koliko će trajati stabilnost oni nastavljaju da koriste stranu valutu.

Pod zvaničnom dolarizacijom podrazumeva se situacija da je strana valuta jedino legitimno platežno sredstvo[60] i da ne postoji domaća valuta. Moguća je i opcija da se više stranih valuta koriste kao platežno sredstvo, ali je ovo relativno retka situacija. U grupu zvanično dolarizovanih zemalja danas spada samo 17 nezavisnih država.[61] Pod pojmom zvanična delimična dolarizacija podrazumeva se situacija u kojoj se kao legalno platežno sredstvo koriste i strana i domaća valuta. Nezvanična dolarizacija se javlja kada strana valuta nije zvanično platežno sredstvo, a usled odsustva poverenja koristi se kao sredstvo plaćanja, sredstvo obračuna ili sredstvo čuvanja vrednosti. Trend globalizacije i integracije finansijskih tržišta je u velikoj meri doprineo pojavi nezvanične dolarizacije i rastu depozita u stranoj valuti, a ovakva tendencija uveliko otežava vođenje monetarne politike. Zemlje sa konvertibilnom valutom, poput SAD-a, Velike Britanije, zemalja članica EU, Japana, uglavnom su imune na problem neformalne dolarizacije, mada se i u ovim zemljama u manjem procentu javlja štednja u stranim valutama, pre svega kao instrument diverzifikacije finansijske imovine, odnosno kao zaštita od depresijacije nacionalne valute.

Kao režim monetarne politike podrazumeva se samo zvanična dolarizacija, dok se ostali režimi dolarizacije javljaju kao posledica niskog kredibiliteta monetarne politike. Gotovo sve zemlje koje su prihvatile ili punu ili delimičnu dolarizaciju prethodno su prošle kroz nezvaničnu dolarizaciju. Do nezvanične dolarizacije po pravilu dolazi posle ili za vreme hiperinflatornih epizoda i/ili devalvacija (depresijacija), odnosno očekivanja njihove pojave. Pojava dolarizacije je uglavnom postepen proces, jer po pravilu strana valuta prvo preuzima funkciju sredstva štednje, da bi se izbegli mogući gubici kao posledica makroekonomske nestabilnosti, zatim strana valuta preuzima funkciju obračunske jedinice, prvo pri kupo-prodajnim transakcijama sa nekretninama i proizvodima veće vrednosti, a potom se širi i na ostale proizvode, da bi na kraju strana valuta postala i platežno sredstvo.

60 U nekim zvanično dolarizovanim ekonomijama paralelno cirkuliše i domaća valuta, ali gotovo isključivo u obliku metalnih novčića male vrednosti. Ovo je uglavnom posledica relativno visokih transportnih troškova metalnih novčića.

61 Interesantan je podatak da su SAD do 1857. godine spadale u kategoriju „dolarizovanih ekonomija“, s obzirom da se kao platežno sredstvo koristio strani novac.

Boks br. 3.4 – Dolarizovane ekonomije

Puna dolarizacija – USD platežno sredstvo: a) nezavisne države: Istočni Timor, Maršalska ostrva, Mikronezija, Palau, Panama, Ekvador, El Salvador b) zavisne države: Pitcairns Ostrva (Novi Zeland), Ostrva Kokoa (Velika Britanija), Britanska Devičanska ostrva (Velika Britanija); c) teritorije SAD: Guam, Američka Devičanska Ostrva, Portoriko, Američka Samoa, Severna Marijanska Ostrva.

Puna dolarizacija – ostale valute: a) nezavisne države: Crna Gora (evro), Andora (evro), Severni Kipar (turska lira), Kirbati (australijski dolar), Lihenštajn (švajcarski frank), Monako (evro), Nauru (australijski dolar), San Marino (evro), Tuvalu (australijski dolar), Vatikan (evro); b) zavisne države: Ostrva Kokosa (australijski dolar), Kukova ostrva (novozelandski dolar), Greenland (danska kruna), Niue (novozelandski dolar), Norfolška ostrva (australijski dolar), Sveta Helena (britanska funta), Tokelau (novozelandski dolar);

Zvanična delimična dolarizacija – dolar platežno sredstvo: Bahami, Kambodža, Laos, Haiti i Liberija.

Zvanična delimična dolarizacija – druge valute: Butan (indijski rupi), Bruneji (singapurski dolar), Kanalska ostrva (britanska funta), Čovekovo Ostrvo (britanska funta), Lesoto (južnoafrički rand), Namibija (južnoafrički rand), Tadžikistan (dozvoljena upotreba stranih valuta).

Dolarizacija u stvari predstavlja izraz racionalnog ponašanja pojedinaca, preduzeća i dr., koji teže da zaštite svoju imovinu od obezvređivanja koje nastupa gotovo isključivo kao posledica pogrešne ekonomske politike.

Dolarizacija ima smisla ukoliko su ispunjeni sledeći preduslovi:

- zemlja je relativno mala[62] i u velikoj meri zavisna od spoljne trgovine,
- zemlja je u bliskoj prošlosti imala hiperinflaciju,
- prihodi od emisione dobiti su relativno mali zbog široko rasprostranjene neformalne dolarizacije i
- postoje devizne rezerve koje bi omogućile zamenu nacionalne valute sa stranom.

62 Ukoliko isključimo poslednje dve dolarizovane zemlje, Ekvador i El Salvador, ukupan broj stanovnika u ostalim zvanično dolarizovanim zemljama iznosi oko 20 miliona

Dodatni kriterijum koji se u poslednje vreme sve više potencira odnosi se na bliske ekonomske odnose sa SAD (odnosno EU u slučaju eurizacije).

Dilema može biti, ukoliko se zemlja opredelila za dolarizaciju, koju stranu valutu da prihvati kao platežno sredstvo? Preporuka je da treba prihvatiti ili onu valutu koja je najrasprostranjenija u periodu nezvanične dolarizacije, s obzirom da ona kod stanovništva i privrede ima najviši kredibilitet, ili da u cilju smanjenja transakcionih troškova i uspostavljanja boljih ekonomskih veza treba prihvatiti onu konvertibilnu valutu u kojoj se obavlja većina spoljnotrgovinske razmene. Najčešće oba ova kriterijuma sugerišu na istu valutu.

Evidentno je da puna dolarizacija nosi niz prednosti, ali i niz nedostataka. U sledećoj tabeli sistematizovane su prednosti i nedostaci sa aspekta ekonomske politike pune dolarizacije.

Tabela br. - Prednosti i nedostatci pune dolarizacije

Prednosti dolarizacije	**Nedostatci dolarizacije**
Obezbedjuje se niska stopa inflacije (bliska stopi inflacije u zemlji "rezervne valute")	Gubitak deviznih rezervi
Ograničava se mogućnost zloupotrebe monetarne politike	Ne postoji mogućnost prilagodjavanja nivoa deviznog kursa
Niže kamatne stope kao rezultat niske inflacije i odsustva rizika devalvacije	Ograničena je mogućnost vodjenja nezavisne monetarne politike
Ubrzava razvoj domaćeg tržišta kapitala	Ne ostvaruje se emisiona dobit
Snižavaju se transakcioni troškovi u medjunarodnim ekonomskim odnosima	Gubi se mogućnost korišćenja inflatornog poreza u vanrednim situacijama
Olakšava integraciju domaćih firmi u medjunarodnu ekonomiju i utiče na porast priliva SDI	Ograničene mogućnosti centralne banke da koristi poltiku zajmodavca u poslednjoj instanci
Utiče na porast spoljne trgovine	Jednokratni troškovi: konverzija valute, novi softveri, promene u računovodstvu i sl.
Povećanje budžetske discipline	Povećan odliv valute u slučaju platnobilansnih problema
Eliminiše se valutni rizik	

Prednosti dolarizacije - Sve empirijske studije su nedvosmisleno ukazale da sa porastom dolarizacije opada stopa inflacije, naročito sa prelaskom na sistem pune dolarizacije. Pitanje kredibiliteta moneratne politike se više ne postavlja, jer ponuda novca i politika deviznog kursa nisu više pod kontrolom monetarnih i političkih vlasti. Istovremeno zvanična dolarizacija olakšava proces remonetizacije. Zvanična dolarizacija ostvaruje povoljne rezultate, naročito ukoliko je prethodno sprovedeno više neuspešnih stabilizacionih programa.

Dolarizacija teži da izjednači cene, u okviru malih margina odstupanja, sa cenama zemlje koja je emitovala valutu. Stoga je moguće da u inicijalnoj fazi dolariza-

cije dođe do nešto više stope inflacije kao posledica izjednačavanja cena, a da se u drugoj fazi ostvari cenovna stabilnost. Međutim, sve cene se neće izjednačiti, a to se pre svega odnosi na cene nerazmenljivih proizvoda (koje će po pravilu brže rasti usled ograničene konkurencije) i usluga, kao i ukoliko postoje cene koje su pod administrativnom kontrolom. Empirijska iskustva dolarizovanih ekonomija pokazuju da dolarizacija tek u srednjoročnom periodu dovodi do izjednačavanja inflacije sa inflacijom zemlje čija se valuta koristi.

Kada su u pitanju kamatne stope obično postoji određeno odstupanje. Kao što G. Calvo (1992) ističe:

> *Naivno je očekivati da će zvanična dolarizacija dovesti do automatskog izjednačavanja cena i kamata sa svetskim, jer problem kredibiliteta neće automatski nestati*.

Naime, kamatna stopa teži da se izjednači, ali ona se uvećava za rizik zemlje. Ukoliko je rizik zemlje veći utoliko će i razlika u kamatnim stopama biti viša. Prema mišljenju Manna (1999), dolarizacija uopšte ne mora da dovede do sniženja kamatnih stopa, jer će premija za rizik biti prisutna u zavisnosti od budžetskog deficita, razvijenosti finansijskog sistema, fleksibilnosti robnog i tržišta rada. Međutim, realno je očekivati da će dolarizacija dovesti do postepenog sniženja kamatnih stopa, a vrlo mala je verovatnoća, imajući u vidu navedene razloge, da će doći do automatskog izjednačavanja sa kamatnim stopama zemlje čija se valuta koristi. Sniženje kamatnih stopa u dolarizovanim ekonomijama može biti i rezultat liberalizacije finansijskog sistema, pre nego posledica same dolarizacije. U svakom slučaju ova dva efekta je veoma teško razdvojiti.

Dolarizacija utiče i na poboljšanje budžetske discipline. Vlada je sada svesna da više ne postoji mogućnost primarne emisije iz koje bi se pokrio budžetski deficit i stoga se vode politike sa malim budžetskim deficitom ili politike uravnoteženog budžeta. Takođe se olakšava uvođenje tvrdog budžetskog ograničenja, jer su ograničene mogućnosti subvencionisanja „propalih“ državnih preduzeća i nelikvidnih banaka.

Uvođenje stabilne valute predstavlja dobar signal za strane investitore, jer su im na određen način unapred garantovani stabilni uslovi poslovanja. Takođe, dolarizacija može značiti sniženje troškova spoljnog finansiranja, kao rezultat sniženja valutnog rizika i rizika zemlje.

Nedostaci dolarizacije - Prvi gubitak sa kojim se suočavaju dolarizovane ekono-

mije je gubitak deviznih rezervi, s obzirom na to da se one moraju utrošiti da bi se zamenile za nacionalnu valutu. Ukoliko je kao posledica hiperinflacije obezvređena novčana masa, to jest ukoliko je realna vrednost novčane mase relativno mala, tada će i gubitak deviznih rezervi biti mali. Takođe, dolarizovane ekonomije gube mogućnost ostvarivanja emisione dobiti, koja predstavlja razliku između troškova štampanja novca i njegove nominalne vrednosti. Ovaj gubitak nije jednokratni, kao što se često misli, već ima (pored jednokratnog stoka) i karakter toka, jer u skladu sa rastom nominalnog društvenog proizvoda ili nekom drugom targetiranom veličinom centralne banke kontinuirano vrše emisiju novca. Iznos emisione dobiti je vrlo različit, ali on se najčešće kreće u rasponu od 1% do 2% BDP-a. Ponuda novca u dolarizovanim ekonomijama je egzogeno regulisana, u stvari nju određuje stanje u platnom bilansu zemlje.

Kao moguća kompenzacija za gubitak emisione dobiti bila bi podela emisione dobiti sa zemljom čija se valuta koristi. Ovu mogućnost trenutno koriste samo Lesoto i Namibija, koje imaju sporazum sa Južnoafričkom Republikom o podeli emisione dobiti južnoafričkog randa. U dolarizovanim ekonomijama gubi se mogućnost korišćenja monetarne politike i deviznog kursa kao instrumenata ekonomske politike. One nemaju svoje predstavnike u centralnoj banci zemlje čiju valutu koriste, niti mogućnost da utiču na njenu monetarnu politiku. Ograničenje mogućnosti vođenja nezavisne monetarne politike može predstavljati problem, naročito ukoliko su zemlje u različitim fazama ekonomskog ciklusa.

Opasnost koja se može pojaviti u dolarizovanim ekonomijama je da su one podložne greškama u monetarnoj politici Amerike (ili druge zemlje čija se valuta koristi). Ova hipoteza je sasvim realna, ali greške u monetarnoj politici većine zemalja koje su prešle na sistem dolarizacije su bile mnogo veće, nego što će ih FED ikada napraviti u budućnosti. U cilju izbegavanja ovakve opasnosti, S. Henke predlaže da u slučaju dolarizacije uvek treba imati izlaznu strategiju. Ona se sastoji u tome da se u slučaju gubljenja vrednosti jedne valute zemlja može prebaciti na drugu stranu valutu. Ovakva opcija postoji uvek u slučajevima unilateralne dolarizacije, odnosno osim ukoliko se pristupi monetarnoj uniji sa zemljom koja emituje posmatranu valutu.[63] U slučaju unilateralne dolarizacije zemlja zadržava deo monetarnog suvereniteta, dok ukoliko se dolarizacija sprovede preko monetarne unije sa SAD (ili drugom zemljom), u kojoj dolarizovana zemlja učestvuje samo u podeli emisione dobiti, tada se monetarni suverenitet gubi u potpunosti.

U dolarizovanim ekonomijama ograničena je i mogućnost reagovanja na eg-

63 Black Electorate, (2003), „Exculisve Interview with Economists Steve Hanke", www. blackelectorate.com/print_article.asp? ID=146.

zogene šokove, jer se politika deviznog kursa više ne može koristiti kao instrument prilagođavanja. U slučaju sistemskih problema u bankarskom sistemu u dolarizovanim ekonomijama ne postoji mogućnost da centralna banka preko novčane emisije obavlja funkciju zajmodavca u posljednjoj instanci. Ova mogućnost ostaje ukoliko je moguće obezbediti sredstva iz drugih izvora. U takvim uslovima rešenje može biti propisivanje visokih standarda likvidnosti, ali oni istovremeno mogu značiti i povećanje troškova za bankarski sistem, pa stoga i rast kamatnih stopa. Međutim, istovremeno sama dolarizacija smanjuje verovatnoću pojave sistemske krize u bankarskom sistemu zato što su depoziti u „čvrstoj" valuti i zato što su u dolarizovanim ekonomijama u velikoj meri prisutne i strane banke.

Dolarizacija proizvodi jednokratne troškove. Oni se, pre svega, manifestuju kao troškovi konverzije valute, nužna prilagođavanja softvera, računovodstvenih sistema i sl. poslovanju u novoj valuti, bankarski sistem ostvaruje gubitak, jer više ne ostvaruje prihod po osnovu konverzije valuta (međutim, ovo predstavlja istovremeno dobit za privredu i potrošače) i dr.

Treba istaći i da kritičari dolarizacije smatraju da je dolarizacija prihvatljiva kao trajni režim za male privrede (manje od milion stanovnika, primedba autora) i privremeni instrument za velike privrede, gde je monetarna politika ispuštena iz kontrole i deluje destabilizirajuće.

Izlazne strategije iz zvanične dolarizacije su relativno retke. One su bile česte kao rezultat sticanja nezavisnosti kolonija u daljoj prošlosti, a jedini primer u novijoj istoriji predstavlja Liberija u kojoj je dedolarizacija nastala kao posledica smanjenja količine novca u opticaju, građanskog rata i visokog budžetskog deficita. U odsustvu empirije, teško je zaključiti šta bi se desilo sa ekonomskim performansama zemlje koja bi se opredelila za ovakvu strategiju. Dedolarizacije u nezvanično dolarizovanim zemljama su bile mnogo češće. Bilo da su bile u formi dobrovoljne (na primer znanto više kamatne stope za depozite u domaćoj valuti) ili prinudne (prinudnu konverziju depozita u stranoj valuti u domaću valutu su izvršile Bolivija, Meksiko, Peru i dr) one su po pravilu davale loše rezultate.[64] Dolarizovane zemlje imaju u proseku veći *BDP per capita* od zemalja koje imaju sopstvenu valutu. Dvanaest dolarizovanih zemalja spada u grupu četrdeset najbogatijih zemalja sveta, a samo pet dolarizovanih zemalja ima *BDP per capita* manji od 1.500 $.

64 Za više detalja videti Calvo, G. i Carlos, V, (1992), „Currency Substitution in Developing Countries", IMF Working Paper 92/40.

Jedan broj dolarizovanih ekonomija ima relativno loše ekonomske performanse. Ovo se, pre svega, može objasniti činjenicom da se ova grupa zemalja odlučivala za dolarizaciju kao posledica dubokih recesija, hiperinflatornih epizoda, makroekonomske nestabilnosti i sl. Stoga je nerealno očekivati da dolarizacija sama po sebi može da dovede do brzog privrednog rasta. Ona može da stvori samo jedan preduslov, a to su stabilni uslovi privređivanja.

3.6.7. Zaključno razmatranje režima monetarne politike

Targetiranje deviznog kursa je i dalje prikladan aranžman za neke zemlje u razvoju i privrede u tranziciji u kojima je još uvek prisutna izuzetna nestabilnost i nizak kredibilitet kreatora ekonomske politike. Za one zemlje koje procenjuju da ne mogu u dugom roku voditi politiku deviznog kursa bez povremenih pritisaka za korekciju nivoa kursa pogodan oblik može biti valutni odbor (Bugarska, Bosna, Estonija) ili čak napuštanje domaće valute i prihvatanje dolarizacije (Panama, Ekvador, Crna Gora i dr.). Targetiranje monetarnih agregata je, takođe, primenljivije u zemljama u razvoju, zbog veće uloge klasičnog bankarskog sistema i većeg stepena predvidljivosti veze između novca i potrošnje. Ovakve vrste programa često je forsirao i Međunarodni monetarni fond u sklopu stabilizacionih programa.

Primena targetiranja inflacije u zemljama u razvoju i privredama u tranziciji se može susresti sa dosta problema i zbog toga je ovaj koncept mnogo pogodniji za razvijene zemlje. Targetiranje inflacije zahteva robusne tehnike predviđanja stope inflacije, a poznato je da je greška u predviđanju mnogo veća kod zemalja u razvoju i privreda u tranziciji. Takođe, ovaj koncept se realizuje kroz male promene monetarnih uslova, a osetljivost agregatne tražnje na male promene monetarnih uslova je mnogo veća u razvijenim privredama.

Dolarizacija kao režim monetarne politike mogla bi se preporučiti pod vrlo specifičnim okolnostima – da je u pitanju mala zemlja, visoko otvorena zemlja, sa značajnim deviznim rezervama, uz prisustvo hiperinflacije i odsustvo kredibiliteta kreatora ekonomske politike. Ipak, realno gledano, pitanje je da li u ovom trenutku ijedna zemlja u svetu zadovoljava ove uslove.

3.7. TRANSPARENTNOST MONETARNE POLITIKE

Do devedesetih godina centralne banke su bile tradicionalno zatvorene institucije i do javnosti je dolazio vrlo mali broj strogo selektiranih informacija. O tome najbolje svedoče reči Karla Brunera, jednog od vodećih teoretičara monetarne politike, tokom XX veka:

> *Centralne banke su tradicionalno okružene sa čudnom političkom mistikom .... Ova mistika počiva na uverenju da je centralno bankarstvo ezoterična umetnost. Pristup ovoj umetnosti je rezervisan samo za elitu. Ezoterična priroda ove umetnosti počiva na inherentnoj nemogućnosti da se objasni njena suština jednostavnim rečima i rečenicama. (Bofinger, 2001).*

Sa diverzifikacijom i globalizacijom finansijskih tržišta tražnja za informacijama se višestruko uvećala. Broj finansijskih institucija je u stalnom porastu, a sa porastom blagostanja u porastu je i broj ljudi koji deo svoje imovine plasira na finansijskom tržištu, a sa razvojem interneta je značajno olakšan pristup informacijama. U ovakvom okruženju bilo je nužno da centralne banke od tradicionalno zatvorenih institucija započnu trend povećanja transparentnosti svoga rada,[65] na šta je značajno uticalo inflaciono targetiranje, koje je dovelo do regularne komunikacije između javnosti i centralne banke. Takođe, nedovoljan nivo transparentnosti rađa sumnju da li centralna banka vodi politiku u opštem interesu. U velikom broju zemalja usvojeni su zakoni o slobodi informacija, koji onemogućavaju centralnim bankama tajnost u radu i skrivanje dokumenata.

Transparentnost nije pojam koji se može jednostavno definisati. Tako na primer, Ehrman i Fratzscher (2005) definišu transparentnost kao odsustvo asimetričnih informacija između finansijskih tržišta i kreatora monetarne politike. Winkler (2000) ističe da transparentnost uključuje jasnost, otvorenost, poštenje i međusobno razumevanje. MMF (1999) transparentnost definiše kao okruženje u kome su ciljevi politike – pravni, institucionalni, okvir monetarne politike; odluke i razlozi za njihovo donošenje; podaci i informacije povezane sa monetarnom i finansijskom politikom – prezentirani javnosti na razumljiv način i blagovremeno.

65 Do osamdesetih godina prošlog veka centralne banke uglavnom nisu objavljivale svoje ciljeve i strategije, kao ni instrumente za njihovo ostvarivanje.

Povećanje transparentnosti rada centralne banke može doprineti efikasnijem sprovođenju monetarne politike. Prvo, informisanje javnosti o mandatu centralne banke i u kojoj meri je on ispunjen može povećati kredibilitet centralne banke. Čvrsta opredeljenost za transparentan rad nameće jednu vrstu samodiscipline kreatorima monetarne politike i povećava verovatnoću vođenja konzistentne monetarne politike. Takođe, redovna komunikacija daje smernice finansijskim tržištima. To omogućava da učesnici na finansijskom tržištu bolje razumeju akcije monetarne politike i njihov uticaj na ekonomske trendove i sistemske šokove.

Pitanje koje se može javiti je kome su upućene informacije. Najjednostavniji odgovor je da one mogu biti upućene svima onima koji su zainteresovani. Ipak, pragmatičan pristup često zahteva da se pojam zainteresovane javnosti suzi na one pojedince i institucije na koje direktno utiče regulacija ili politika centralne banke.

Dve česte zablude koje su prisutne u vezi transparentnosti se odnose na pogrešno verovanje da transparentnost ugrožava nezavisnost centralne banke i da visok nivo transparentnosti automatski znači i odgovornost centralne banke.

MMF smatra da su transparentne politike efikasnije i da pojačavaju odgovornost. Stoga je MMF (1999) usvojio Kodeks dobre prakse transparentnosti monetarne i finansijske politike. Kodeks se sastoji iz dva dela: dobre prakse transparentnosti monetarne politike centralnih banaka i dobre prakse transparentnosti finansijske politike finansijskih agencija. Polazna pretpostavka MMF-a pri formulisanju ovog kodeksa je bila da korišćenje kodeksa na bazi dobre prakse može imati snažnu ulogu u prevenciji pojave kriznih situacija.

Međutim, „govor“ centralne banke može uticati na formiranje očekivanja samo ukoliko ciljne grupe prate izjave centralne banke. Istovremeno, previše informacija može skrenuti pažnju na manje bitne detalje. Veliki broj studija je nedvosmisleno ukazao da tržište reaguje na izjave centralne banke, ali ključno pitanje je da li tržište reaguje u željenom smeru. Naime, potencijalna opasnost je da tržište pogrešno interpretira informacije centralne banke.

Ukoliko „govor“ centralne banke utiče na formiranje očekivanja, onda se postavlja pitanje da li i komunikaciona strategija može biti novi instrument monetarne politike. Kohn i Sack (2003) odgovaraju pozitivno na ovo pitanje, ali ističu da je u pitanju vrlo ograničen instrument monetarne politike. Centralna ban-

ka može diskreciono odlučivati da li će nešto saopštiti ili ne, ali ne bi smela da postoji diskrecija u odnosu na sadržaj izjave, jer ona treba da predstavlja ispravno viđenje situacije. Stoga se ponekad ova politika naziva „operacije otvorenih usta“.[66] Ipak, sa druge strane pogrešno je i preuveličavati značaj saopštenja i drugih javnih informacija centralne banke, jer pri formulisanju svojih očekivanja investitori, finansijska tržišta i drugi koriste i mnogobrojne druge informacije čiji izvor nisu centralne banke.

Različit stepen reakcije finansijskih tržišta na komunikacione strategije nije samo pitanje transparentnosti, već i mogućnosti uticaja centralnih banaka na očekivanja i kretanje cena aktive u željenom smeru, odnosno efikasnosti monetarne politike, što posebno dobija na značaju u kriznim situacijama i situacijama kada monetarna politika upravlja direktno samo jednim instrumentom – kamatnom stopom na prekonoćne depozite. U takvim situacijama moguće je preko najava uticati na vraćanje željene vrednosti one veličine koja je odstupila u odnosu na njen target. Naravno, komunikaciona strategija i transparentnost ne mogu imati veliki uticaj na formiranje očekivanja ukoliko centralna banka ima nizak stepen kredibiliteta. Sa druge strane komunikaciona strategija može imati i negativne efekte ukoliko ona doprinosi nestabilnosti finansijskog tržišta, kao rezultat čestih promena ponašanja usled različitih izjava ili nekonzistentnih izjava članova upravljačkih struktura. Ne treba izgubiti iz vida ni mogućnost inicijative kreatora monetarne politike da preko komunikacione strategije daju svesno lažne informacije.

Pitanje transparentnosti može voditi jednoj vrsti konflikta, s obzirom na to da najviši mogući nivo transparentnosti često nije konzistentan sa efikasnošću monetarne politike, naročito, ukoliko transparentnost eliminiše ili smanjuje važne izvore informacija kreatora monetarne politike, poput onih o tržišnim perspektivama, koje igraju važnu ulogu prilikom donošenja odluka o monetarnoj politici.[67] Isto tako, može postojati strah da će neke informacije tržište pogrešno protumačiti, jer poznato je da najave i akcije centralne banke imaju veliki uticaj na finansijsko tržište. Takođe, ovome se može dodati i argument sakrivanja instrumenata od političara koji imaju često kratkoročne (izborne) ciljeve koji nisu uvek konzistentni sa dugoročnim ciljevima centralne banke. Koristi od

66 Aluzija na operacije na otvorenom tržištu (engl. „open market operations – open mouth operations“)
67 Na ocenu tržišnih perspektiva u velikoj meri mogu uticati najave i očekivanja centralne banke

povećane transparentnosti uvek trebaju da budu poređene sa potencijalnom opasnošću koju može nositi povećana transparentnost. Stoga, MMF (1999) sugeriše ograničavanje transparentnosti, kada ona predstavlja opasnost za tržišnu stabilnost, a naročito ukoliko može dovesti do pojave moralnog hazarda, narušavanja tržišne discipline i finansijske stabilnosti.

Box br. 3.5. - Transparentnost centralnih banaka

U nekim zemljama postoje zakonske obaveze da centralna banka mora da odgovori na sva pitanja koja su joj upućena ukoliko ne zalaze u domen poslovne tajne. Centralne banke koje su dugo vremena bile tradicionalno zatvorene institucije nisu uvek najsrećnije sa prevelikim stepenom transparentnosti iz straha da to ne ugrozi sprovodjenje monetarne politike, a ponekad se visoki nivo transparentnosti i zloupotrebljava o čemu najbolje svedoči sledeći primer:

RESERVE BANK OF NEW ZEALAND

NEWS RELEASES

Governor washes his own socks

30 July 1999

In response to a request under the Official Information Act arising from public interest in expenditure by the heads of Crown entities, the Reserve Bank today released details of Governor Don Brash's travel and entertainment expenses for the past two years.

"Unlike many central bank chiefs, Dr Brash travels without an entourage. On all of his overseas trips and most of his New Zealand ones, he travels entirely without the aid of staff. Furthermore, as a matter of policy he flies economy class within New Zealand and Australia and business class internationally. In line with a Bank policy he instigated, he routinely washes his own clothes when travelling to avoid incurring the expense of using laundry services. Dr Brash is always very mindful of his accountability to the New Zealand taxpayer," Mr Wilson said.

Imajući u vidu da povećanje transparentnosti centralne banke ima smisla do nivoa do kojeg joj olakšava obavljanje njene misije, Frederik Miškin (2007) postavlja pitanje da li transparentnost centralne banke može otići predaleko. On ističe da objavljivanje kretanja politike može zbuniti javnost, ako se adekvatno ne saopšti da kretanje zavisi od dogadjaja u ekonomiji. Javnost može smatrati odstupanje od pomenutog kretanja neuspehom centralne banke, a centralna banka će onda biti podložna napadima, koji bi mogli ugoziti njenu nezavisnost i fokusiranost na stabilnost cena.

3.8. NOVE TENDENCIJE U MONETARNOJ POLITICI

3.8.1. Šta znamo o monetarnoj politici danas

Bez ikakve dileme možemo konstatovati da je u poslednjih par decenija monetarna politika mnogo efikasnija, nego što je to bilo u prethodnom periodu. Kao, što ističe Mishkin (2007.) tome je u velikoj meri doprineo napredak koji je ostvaren u monetarnoj teoriji (nauci). Veliki broj pitanja o kojima je postojala debata u prošlosti, danas su došla u fazu koju možemo okarakterisati kao konsenzus.

Svi ekonomisti će se složiti da nulta ili negativna stopa inflacije nije cilj monetarne politike. Ipak, konsenzus koliko iznosi optimalna stopa inflacije još uvek nije postignut. Tako na primer Fisher (1996.) i Crockett (2002) smatradju da je ona izmedju 1% i 3. Krugman (1996.) ipak preferira nešto višu stopu inflacije i on smatra da je poželjna inflacija izmedju 3% i 4%. MMF smatra da je stopa inflacije od 2% socijalno prihvatljiv optimum koji ne ugrožava ekonomski rast, a nakon globalne finansijske krize javljaju se ideje i da je potrebno targetirati nešto višu stopu inflacije, jer se onda ostavlja veći prostor za anticikličnu monetarnu politiku.

Veliki broj empirijskih studija je potvrdio da ukoliko postoji viši stepen nezavisnosti centralne banke da postoji niža stopa inflacije. Nezavisnost centralne banke je važna zato što je proces obaranja inflacije dugoročan i često nosi troškove, a političari su često orjentisani ka ostvarivanju kratkoročnih dobitaka. Dodatni argument je i da centralna banka sa većim stepenom nezavisnosti ima viši stepen kredibiliteta, što vodi bržem obaranju inflacije i uz manje troškove. Ukoliko su očekivanja racionalna, a centralna banka ima visok kredibilitet, onda je obaranje inflacije trenutno i bez ikakvih troškova, ali to je više teorijska pretpostavka, nego situacija koja odgovara realnosti.

Danas više ne postoje ni teoretski in empirijski dokazi da postoji dugoročna «nagodba» izmedju inflacije i ekonomskog rasta. Korišćenje, eventualno, kratkoročne «nagodbe» može doneti samo više neizvesnosti o stopi inflacije u budućnosti. Naime, danas u ekonomskoj teoriji postoji konsenzus da će u dugom roku,

nakon završetka procesa uskladjivanja promene u ponudi novca, doći do promena nivoa cena, ali ne i trajnih promena nivoa proizvodnje i zaposlenosti. U pitanju je princip dugoročne neutralnosti novca, koji je preuzet iz monetarističke teorije. On podrazumeva da su dugoročno posmatrano realne varijable determinisane realnim faktorima (tehnološki progres, investicije, rast populacije, preferencije ekonomskih subjekata i dr.), a nominalne varijable nominalnim faktorima. To znači da u dugom roku centralna banka ne može uticati na ekonomski rast preko promena ponude novca.

Ipak, ne treba pogrešno shvatiti da su centralne banke indiferentne prema ciljevima kao što su zaposlenost i ekonomski rast, ali preovladjujuće mišljenje je da najveći doprinos ovim ciljevima mogu dati preko održavanja makroekonomske stabilnosti. Stavljanje u fokus nekog od ovih ciljeva moglo bi biti konfliktno sa osnovnim ciljem – očuvanjem cenovne stabilnosti.

Dugotrajne inflacije su gotovo uvek povezane sa povećanim stopama monetarnog rasta. Kratkoročno na inflaciju mogu uticati promene u agregatnoj tražnji, tehnološke promene, cenovni "šokovi" pojedinačnih proizvoda i dr. Tokom dugog roka promene ovih faktora mogu biti kompenzovane promenama ponude novca, tako da dugoročna stopa inflacije može biti kontrolisana od strane centralne banke.

Za ostvarenje cenovne stabilnosti odgovornost ima i fiskalna politika. Nijedna hiperinflacija u svetu se nije pojavila, a da joj nije prethodila monetizacija budžetskih deficita. Veza izmedju budžetskog deficita, kamatnih stopa i inflacije je očigledna.

U monetarnoj teoriji danas preovladjuje mišljenje da centralna banka ne treba da promptno reaguje na sve vrste šokova. Tako na primer, preovladjujuće uverenje je da centralna banka ne treba da reaguje na eksterne šokove, poput porasta cena nafte na svetskim berzama, sve dok oni ne počnu da utiču na rast inflacionih očekivanja. Ova pretpostavka je u skladu sa monetarističkom teorijom da ukoliko se vodi "čvrsta" monetarna politika, da će rast cena jedne grupe proizvoda voditi padu cena druge grupe proizvoda.

Vremenska kašnjenja u slučaju monetarne politike su dugotrajna i nepredvidljiva. To znači da će promene u monetarnoj politici koje su sprovedene danas, uticati na nivo cena posle nekoliko kvartala ili godina, odnosno monetarna politika može tokom vremena neutralisati šokove, ali zbog dugih vremenskih kašnjenja ona ih ne može neutralisati u trenutku kada se pojave. Stoga monetarnom politikom

treba pružiti odgovor na pitanje kakve su promene monetarne politike potrebne danas da bismo obezbedili cenovnu stabilnost u budućnosti. Zato monetarna politika uvek mora biti okrenuta ka budućnosti. To znači da bismo suzbili inflaciju potrebno je primeniti restriktivnu monetarnu politiku i pre nego što se pojavi inflacija. Medjutim, u takvim uslovima jako je teško objasniti javnosti zašto su potrebne restriktivne mere kada inflacije nema i centralna banka se može naći pred velikim pritiskom javnosti.

Većina ekonomista smatra da nominalna sidra mogu ojačati kredibilitet monetarne politike, odnosno kao što Miškin (2007) ističe: „Nemogućnost monetarne politike da podstakne zaposlenost u dugom roku, značaj očekivanja, benefiti cenovne stabilnosti, problem vremenske konzistentnosti su razlozi zbog čega je prihvatanje nominalnog sidra – kao što su inflacija, ponuda novca ili devizni kurs – ključno za uspeh monetarne politike. Prihvatanje nominalnog sidra pomaže da se stabilizuju očekivanja, što promoviše cenovnu stabilnost i efikasnost. Ipak, treba biti svestan činjenice da ne primenjuju sve centralne banke neko nominalno sidro u implementiranju monetarne politike (FED na primer).

3.8.2. Šta možemo očekivati u budućnosti?

Budućnost će dovesti do promena u monetarnoj politici, a najvažnije promene će se odnositi na: a) promene u ciljevima monetarne politike, b) promene koncepta supervizije i regulacije bankarskog sistema, c) promene u rasudjivanju d) promene u instrumentima monetarne politike, e) povećani stepen medjunarodne koordinacije i f) promene u nivou targetirane stope inflacije.

A. Promene u ciljevima monetarne politike - Rast finansijske globalizacije, prisutan poslednjih par decenija, otvorio je nekoliko izazova za centralne banke. Prvi izazov se odnosi na dilemu izbora adekvatnog režima deviznog kursa i monetarne politike. Sa druge strane finansijska globalizacija je istovremeno dovela i do porasta frekvencija finansijskih kriza, tako da je drugi izazov u stvari izazov očuvanja finansijske stabilnosti. Sada centralna banka pored vodjenja računa o domaćem finansijskom tržištu mora da obraća posebnu pažnju na njegovu interakciju sa medjunarodnim finansijskim tržištima.

Stoga se sve više razmatra prihvatanje finansijske stabilnosti kao cilja centralne banke. Trenutno samo jedna centralna banka – Centralna banka Crne Gore – ima definisanu finansijsku stabilnost kao svoj osnovni cilj, dok postoji više centralnih banaka koje imaju definisanu finansijsku stabilnost kao cilj od sekundarnog značaja.

Realno je očekivati da će narednih godina sve veći broj centralnih banaka prihvatati finansijsku stabilnost kao svoj najvažnij cilj, bilo da će ona biti odredjena eksplicitno ili implicitno. Ipak, primena ovog cilja će nosti brojne teškoće za centralne banke, kao što je objašnjeno u poglavlju koje se bavilo ciljevima centralne banke. Naime, centralna banka ne može pokriti sve aspekte finansijske stabilnosti, stoga je jasno da je u pitanju cilj koji će centralne banke morati da dele i sa drugim insitucijama.

Finansijska stabilnost se stoga sve više posmatra kao javno dobro i EU je razvila čitav mehanizam za praćenje i njeno očuvanje. Medjutim, ostvarenje ovog mehanizma u EU, još uvijek nije bazirano na obavezujućim direktivama i u velikoj mjeri se bazira na dobrovoljnosti i zajedničko postignutom shatanju o značaju očuvanja finansijske stabilnosti. Ovo svakako predstavlja prvi korak, a naredne korake treba očekivati u pravcu donošenja obavezujućih direktiva koje će postaviti finansijsku stabilnost kao jedan od najvažnijih ciljeva monetarne politike.

Takodje, veliki izazov za centralne banke će biti i balansiranje tri strateška cilja: cenovne stabilnosti, finansijske stabilnosti i stabilnosti i rasta realne ekonomije. Iako je cenovna stabilnost ključni cilj monetarne politike i veliki broj empirijskih studija sugeriše da je stabilno okruženje sa niskom inflacijom povezano sa ekonomskim rastom i boljim makroekonomskim performansama postavlja se pitanje šta treba da radi centralna banka kada realni sektor pogodi neki šok. Da li u takvim uslovima centralna banka treba da privremeno odstupi od targeta inflacije i „popusti" monetarnu politiku da bi olakšala prilagodjavanje realne ekonomije. Izazov je pronaći pravi balans. Ukoliko centralna banka uživa visok kredibilitet i tržište veruje za čvrstu opredeljenost centralne banke u dugoročno nisku inflaciju, onda spuštanje referentnih kamatnih stopa ne mora nužno da dovede do rasta inflacionih očekivanja. U uslovima nedovoljnog kredibiliteta ovakva strategija bi mogla biti rizična.

B. Promene koncepta supervizije i regulacije bankarskog sistema - Sa sve većom orijentacijom ka finansijskoj stabilnosti kao osnovnom cilju centralnih banaka biće sve više promena u procesu supervizije i regulacije bankarskog sistema. Proces supervizije će se sve više približavati centralnim bankama (u zemljama u kojima nije u nadležnosti centralnih banaka).

Globalna finansijska kriza je pokazala da supervizija banaka nije adekvatno sprovodjena i da nije delovala preventivno. Dileme su prisutne da li je zato kriva neadekvatna regulativa ili odgovornost se nalazi i u loše sprovedenom procesu supervizije. Verovatno oba ova navedena faktora su doprinela neadekvatnom delovanju supervizije. Supervizori nisu poklonili dovoljnu pažnju sistemskom riziku koji je proizašao kao rezultat interakcija regulisanih i neregulisanih institucija i aktivnosti. Isto, tako potcenjen je uticaj kraha pojedinih institucija, poput Lehman brothers, na ostatak finansijskog sistema.

U narednom periodu može se očekivati i „jačanje" kapitalnih zahteva za pokriće bilansnih i vanbilansnih izloženosti, a u nekim zemljama i povećanje minimalne vrednosti koeficijenta kapitalne adekvatnosti. Kapitalna adekvatnost i propisi o likvidnosti će morati da budu stroži u stabilnim uslovima da bi se kreirale rezerve koje bi u kriznim uslovima delovale kontraciklično (IMF, 2009).

Jedna od pouka krize je da finansijski rizici ne moraju da budu lako vidljivi, ako se kontrola fokusira samo na izloženosti i aktivnosti pojedinih institucija. Npr. strategija za obezbedjenje likvidnih sredstava jedne banke izolovano posmatrano može biti dobra, ali kada se posmatra kao celina strategija svih institucija u kriznim uslovima, tada mogu biti jasnije vidljivi problemi, koji u prvi mah mogu ostati sakriveni. To znači da stresno testiranje individualnih institucija mora biti upotpunjeno stresnim testiranjem na nivou čitavog sistema. Takodje, stresno testiranje će morati u budućnosti da polazi od mnogo rigoroznijih pretpostavki od onih od kojih se polazilo u prošlosti. Npr., jedna od tipično pogrešnih pretpostavki koja se koristila u prethodnim stresnim testiranjima je da će visoko kredibilne institucije biti u mogućnosti da u svakom trenutku obezbede likvidna sredstva.

Poseban problem je i činjenica što je u prethodnom periodu bankarstvo sve više postajalo medjunarodno, a supervizija i regulacija nacionalna. To znači da će u narednom periodu morati da jača saradnja supervizora iz različitih zemalja. U okviru EU u toku je formiranje bankarske unije i prenos nadležnosti supervizije na Evropsku centralnu banku. Isto tako u narednom periodu će morati da postoji mnogo veći stepen koordinacije izmedju različitih zemalja radi bolje borbe protiv krize.

Imajući u vidu da su u finansijskom svetu sve češći finansijski konglomerati koji uključuju banke, osiguravajuće kompanije, lizing kompanije, penziona društva, trgovinu hartija od vrednostima i dr., od velikog značaja je sprovodjenje konsolidovane supervizije na nivou čitavog društva. Ukoliko različiti supervizori budu odgovorni samo za pojedine segmente postoji opasnost, da pravi rizici na nivou društva osta-

nu sakriveni. Stoga se javljaju i ideje o odredjivanju „vodećeg“ supervizora, koji bi koordinirao ostale supervizore i bio odgovoran za superviziju na nivou bankarske grupe.

U narednom periodu će morati i da se poveća transparentnost bankarskog sistema. Nedostatak transparentnosti guši poverenje u banke i otežava medjubankarsko kreditiranje, a poznato je da se bankarski sistem bazira na poverenju.

C. Promene u rasudjivanju - U prethodnom periodu centralne banke su se u velikoj meri oslanjale na ekonometrijske modele prilikom formulisanja monetarne politike, čemu je veliki uticaj imao rast popularnosti inflatornog targetiranja. Globalna finansijska kriza je pokazala kolika je ograničenost ekonometrijskih modela, jer nijedan od njih nije uspješno prognozirao krizu. Modeli imaju brojne slabosti:

- Egzogene varijable je potrebno proceniti, što uvek nosi rizik greške;
- Oni koriste samo mali deo korisnih informacija o ekonomiji i ne mogu prikazati svu kompleksnost savremenog sveta;
- Do sada se ekonomisti nisu složili ni o konkretnom modelu ni o konkretnoj ekonometrijskoj tehnici;
- Modeli se najčešće baziraju na kvartalnim informacijama, a mesečni, nedeljni ili dnevni podaci, kojima raspolažu centralne banke, mogu ukazivati na buduća kretanja;
- Relacije utvrdjene u modelima se mnogo češće menjaju u stvarnosti, nego što se one menjaju u modelima;
- Vremenska kašnjenja mogu stvoriti ozbiljne poteškoće primeni ekonometrijskih modela.

U narednom periodu treba očekivati sve veći značaj ekspertske procene, a ekonometrijski modeli će se više koristiti kao podrška ekspertskim procenama, odnosno kao što Price (1996.) ističe ekonometrijske tehnike treba koristiti kao podršku ekonomskoj analizi, a nikako kao supstitut i uvek treba biti skeptičan u pogledu njihovih rezultata.

D. Promene u instrumentima monetarne politike - Danas je ključni instrument monetarne politike upravljanje kratkoročnim kamatnim stopom, ali dilema je da li su one dovoljne. Njima se dominantno utiče na kretanje inflacije, ali u uslovima fi-

nansijske nestabilnosti, problemi likvidnosti i solventnosti su mnogo značajniji problemi. U stabilnim uslovima jedan instrument (kratkoročne kamatne stope) i jedan cilj (cenovna stabilnost) je okvir koji dobro funkcioniše. Medjutim, u recesionim uslovima nužna je kombinacija instrumenata. Ukoliko je ugrožena solventnost treba ići na povećanje kapitala, ukoliko je ugrožena likvidnost treba ići na povećanja propisanih koeficijenata likvidnosti i smanjenje obavezne rezerve, ukoliko je u pitanju prevelika kreditna ekspanzija treba ići na povećanje koeficijenta "loan to value". Znači u narednom periodu realno je očekivati kombinaciju instrumenata monetarne politike i regulatornih zahteva, radi boljeg suprostavljanja različitim izazovima. Prema mišljenju Blanšara (2010) kratkoročne kamatne stope treba koristiti kao odgovor na promene u nivou ekonomske aktivnosti i inflacije, dok ostale instrumente treba koristiti kao odgovor na specifične probleme.

E. povećani stepen medjunarodne koordinacije – Iako je realno očekivati da će i u narednom periodu vodjenje monetarne politike ostati suvereno u nacionalnim okvirima, ipak povećani stepen medjunarodne koordinacije će biti nužan. Sa jedne strane već pominjana globalizacija i pojava medjunarodnih finansijskih konglomerata zahtjevaju povećan stepen saradnje. Sa druge strane borba protiv kriza je mnogo efikasnija ukoliko je u pitanju zajednička i koordinirana akcija. Da je FED u prvoj polovini 2007. godine upozorio na opasnost od pojave krize, ostale centralne banke, kada su započela prva značajnija bankrotstva u SAD, vjerovatno bi koordiniranom akcijom kriza bila ublažena.

Globalizacija suočava centralne banke sa brojnim šokovim,a koji su izvan njene kontrole i na koje je teško reagovati klasičnim instrumentima. Tipični primeri takvih šokova su naftni šokovi ili politička nestabilnost u nekoj zemlji koja utiče na stabilnost globalnog finansijskog tržišta. Ovakve šokove teško može rešiti bilo koja pojedinačna centralna banka, uključujući i one najmoćnije.

Samo globalizacija i finansijske inovacije će dovoditi centralne banke pred brojne izazove. Suština inovacija je često da se zaobidju obavezujuća pravila, što omogućava povećanje profita, ali i uvodjenja elementa većeg rizika u sistem. Inovacije su i jedan od uzročnika globalne finansijske krize, odnosno pokazalo se da su inovacije koje su u osnovi funkcionisale samo u Americi dovele do širenja rizika i krize širom svijeta. Akcije pojedinačnih centralnih banaka usmerne ka regulisanje finansijskih inovacija su unapred osudjene na propast ukoliko nije u pitanju koordinisana akcija ključnih centralnih banaka. Individualna ograničenja bi uticala na to da bi se ovi instrumenti samo preselili sa jednog tržiša na drugo. Kako su ključne finansijske institucije „globalni igrači" rizici koji nose finansijske insitucije bi u ovom slučaju i dalje bile u njihovom portfoliu.

F. Promene u nivou targetirane stope inflacije - Takodje, dilema je da li u narednom periodu ciljna stopa inflacije treba da bude viša od onih koje su bile u prošlosti. Prema mišljenju Blanšara (2010) niska stopa inflacije ograničava efikasnost monetarne politike u recesionim uslovima. Naime, u uslovima recesije centralne banke obično reaguju snižavanjem kamatnih stopa. Tokom, globalne finansijske krize većina vodećih centralnih banaka je snizila kamatne stope na nivo koji je blizu nultom, što je dosta skupa politika. Medutim, ukoliko bi ciljna inflacija bila viša od uobičajenih targeta 1% do 3%, to bi značilo da bi nominalne kamatne stope bile više i da bi postojao veći prostor za inicijalno sniženje nominalnih kamatnih stopa i lakše prevazilaženje recesije. Ipak, ovaj postulat je najkontraverzniji od svih analiziranih, jer će teško biti ubediti javnost i političare, navikle na nisku stopu inflacije u prethodnom periodu, da je sada poželjno imati nešto višu stopu inflacije.

IV GLAVA

FISKALNA POLITIKA

Cilj četvrte glave

Cilj četvrte glave je da saznate sledeće:

- **Efekte fiskalne politike**
- **Šta je to budžet, budžetski deficit i suficit**
- **Kako se fiskalnom politikom može umanjiti negativan efekat recesije, rasta inflacije i uticati na poboljšanje platno-bilansne neravnoteže**
- **Kako sprovesti fiskalnu konsolidaciju**
- **Značaj fiskalnih pravila**

4.1. POJAM FISKALNE POLITIKE

Fiskalna politika predstavlja deo ekonomske politike koja preko upravljanja javnim prihodima i javnim rashodima teži ostvarenju odredjenih makroekonomskih i mikroekonomskih ciljeva. Tako fiskalna politika može uticati na nivo proizvodnje, zaposlenosti, cena, platni bilans, preraspodelu dohotka i bogatstva, promenu strukture proizvodnje i dr. Kao što definicija pokazuje fiskalna politika ima dve strane:

- rashodnu i
- prihodnu.

U savremenoj ekonomskoj politici fiskalna politika se najčešće koristi u kombinaciji sa monetarnom politikom. Dobra kombinacija monetarne i fiskalne politike može pomoći zemlji da izadje iz recesije, smanji «pregrejanu tražnju», stimuliše ulaganje i akumulaciju kapitala. Tokom većeg dela dvadesetog veka fiskalna politika je bila najvažnija ekonomska politika. Pre prvog svetskog rasta javna potrošnja se kretala u rasponu od 8% do 10% BDP-a. Tokom drugog svetskog rata država je trošila oko polovine BDP. Već duže od jednog veka proizvodnja i BDP rastu. Istovremeno u gotovo svim zemljama javni rashodi rastu još brže. Tokom vanrednih situacija poput ratova i depresija nivo javne potrošnje se povećavao. Medjutim, prevazilaženje vanrednih situacija nije dovodilo do vraćanja nivoa javnih rashoda na prethodni nivo. Ekspanzija funkcija koje obavljaju moderne države, koje se često nazivaju i države blagostanja, su dovele i do ekspanzije javne potrošnje, rasta budžetskog deficita i javnog duga.

4.2. JAVNI PRIHODI I JAVNI RASHODI

4.2.1. Javni prihodi

Kao, što smo konstatovali fiskalna politika ima dve strane, prihodnu i rashodnu. Po pravilu javni prihodi se prikupljaju u novcu, a samo izuzetno se mogu prikupljati u naturi ili činidbom. Svrha javnih prihoda je da obezbede sredstva za zadovoljenje javnih potreba.

Najznačajnija stavka javnih prihoda su porezi. Kod nas, kao i u praksi drugih zemalja postoji veliki broj poreza: porez na dodatnu vrednost, porez na dohodak, porez na imovinu, porez na dobit, porez na kapitalnu dobit, porez na upotrebu dobara, porez na nasledje i poklon i dr. Po pravilu oni se naplaćuju na imovinu, dohodak i potrošnju (upotrebu dobara). Takse predstavljaju vrstu javnih prihoda koja je slična porezima, ali osnovna razlika je u tome, što prilikom plaćanja taksi postoji direktna veza izmedju usluga koje pruža država i plaćenog novca. Na primer, takse se plaćaju za overu potpisa, izdavanje rešenja, izdavanja potvrda, razmatranja žalbi i dr. Naravno država pruža odredjene usluge gradjanima i privredi i preko naplaćenih poreza, poput zaštite pravnog sistema, bezbednosti zemlje i dr., ali veza nije direktna, kao u slučaju taksi.

Akcize predstavljaju dodatno oporezivanje odredjenih proizvoda. One se često pogrešno poistovećuju sa dodatnim oporezivanjem luksuznih proizvoda. Naime, akcize se često naplaćuju na neke luksuzne proizvode (poput zlata, krzna i dr.), ali i predmet akciza mogu biti i neki proizvodi široke potrošnje (poput kafe, benzina, duvana, alkoholnih pića i sl.). Predmet akciza su često i neki proizvodi koji nastaju kao rezultat upotrebe javnih dobara poput flaširane vode, soli i sl. Oporezivanjem ove poslednje kategorije proizvoda država ustvari naplaćuje korišćenje javnih dobara (reka, izvora, rudnika i sl.).

Doprinosi predstavljaju jednu vrstu parafiskalnih prihoda čije je plaćanje namenjeno za tačno odredjenu svrhu. Na primer doprinosi se mogu naplaćivati za penziono osiguranje, zdravstveno osiguranje, za osiguranje od nezaposlenosti, izgradnju nekog infrastrukturnog objekta i dr.

Sledeću kategoriju javnih prihoda predstavljaju carine. U pitanju je naknada koju država naplaćuje prilikom uvoza, a redje i prilikom izvoza odredjenih kategorija proizvoda. Mogu se naplaćivati u odredjenom procentu od vrednosti (ad valorem carine) ili po jedinici mere (specifične carine). Pored fiskalne funkcije, carine imaju i razvojnu funkciju, jer se višim carinama može štiti odredjena domaća strateška grana.

Sve kazne koje država naplaćuje od pojedinaca ili preduzeća, takodje postaju deo javnih prihoda. Država može povećati javne prihode i prodajom imovine koja joj nije potrebna, bilo da su u pitanju poslovne zgrade, oprema, zemljište i sl. Država se ne mora odlučiti da proda imovinu koja joj nije potrebna, već je može iznajmljivati i takodje po ovom osnovu se ostvaruju javni prihodi. Profit koji ostvare državna preduzeća se prebacuje u budžet i na taj način i on postaje javni prihod. Svi oblici prihoda koje ostvaruje država po osnovu upotrebe javnih dobara, takodje predstavljaju kategoriju javnih prihoda. Privatizacija, takodje predstavlja jednu vr-

stu državnog prihoda kojom ona prodaje jedan specifičan deo svoje imovine, to jest preduzeća koja su se nalazila u državnom, odnosno društvenom vlasništvu.

Specifična vrsta prihoda su donacije. U pitanju je pomoć koju najčešće daju razvijene zemlje, medjunarodne finansijske organizacije i razvojne agencije manje razvijenim zemljama. Obično su donacije usmerene na neki konkretni projekat, ali i mogu biti nesumerene. Posle "oktobra 2000. godine" Srbija je dobila visok iznos donacija za različite namene. Iako strana pomoć može biti značajan izvor javnih prihoda, neophodno je da se javni prihodi dominantno baziraju na domaćim izvorima, jer se na taj način smanjuje zavisnost od inostranstva i minimizira se efekat nepredvidljivosti javnih prihoda, koje često sa sobom nose donacije.

Javni zajmovi i krediti takodje mogu biti oblik javnih prihoda. Ovaj oblik prihoda koriste gotovo sve zemlje sveta u manjem ili većem obimu. Na uzimanje zajmova država se opredeljuje onda kada iz tekućih javnih prihoda ne može pokriti sve planirane javne rashode, bilo zato što se procenjuje da bi dodatno oporezivanje imalo kontraproduktivne efekte ili zbog toga što su se pojavili neki neplanirani rashodi. Kao potencijalni zajmodavci mogu se javiti gradjani, banke, strane države, medjunarodne finansijske organizacije i dr. U fazi naplate javni zajam se javlja kao deo javnih prihoda, a u fazi vraćanja (najčešće uvećan za kamatu) se javlja kao javni rashod.

Koncesione naknade predstavljaju javni prihod po osnovu datih koncesija. Oni u stvari predstavljaju nadoknadu korisnika koncesije za mogućnost eksploatacije nekog dobra, mogućnost vršenja odredjene delatnosti i sl., što ne bi bilo moguće bez date koncesije.

4.2.2. Javni rashodi

Javni rashodi predstavljaju upotrebu javnih prihoda. Iz javnih rashoda se mora obezbediti normalno funkcionisanje države što znači da se mora obezbediti finansiranje državne uprave (državni službenici zaposleni u ministarstvima, parlamentu, državnim agencijama i sl.) Država mora da vodi računa i o unutrašnjoj i spoljašnjoj bezbednosti, tako da su predmet finansiranja iz budžeta policija i vojska. Radi zaštite javnog poretka i ugovornih odnosa iz javnih rashoda se finansiraju sudstvo, tužilaštvo, javni pravobranioci i dr. Predmet finansiranja su i odredjene delatnosti koje imaju širi društveni značaj, a čije finansiranje nije moguće obezbediti na tržišnim principima ili

finansiranje na tržišnim principima ne bi bilo dostupno širem krugu potencijalnih korisnika. U pitanju su delatnosti poput obrazovanja, zdravstva, kulture, nauke i sporta. Politikom javnih investicija se može značajno uticati na nivo ekonomske aktivnosti, tako da se jedna od važnih stavki odnosi na intervencije države u domenu ekonomije. Država se javlja i kao značajan investitor, naročito kada je u pitanju javna infrastruktura – izgradnja puteva, mostova, vodovoda i sl. Negativne eksternalije se često eliminišu preko državne intervencije u oblasti ekologije. Polazeći od principa da humanim društvima nije svojstveno da dozvole da postoje pojedinci koji ne mogu da obezbede svoju egzistenciju, sve savremene države imaju vrlo "široku lepezu" različitih oblika socijalne pomoći.

Tabela br. 4.1. – Javni prihodi i rashodi

Javni prihodi	**Javni rashodi**
Porezi	Rashodi za državnu upravu
Takse	Unutrašnja i spoljna bezbednost
Akcize	Sudstvo i tužilaštvo
Carine	Obrazovanje
Doprinosi	Zdravstvo
Kazne	Kultura
Prihodi od prodaje i upotrebe državne imovine	Nauka
Privatizacija	Sport
Donacije	Ekonomske intervencije
Javni zajmovi	Investicije
Koncesije	Ekologija
Ostalo	Socijalna politika
I dr.	I dr.

4.3. CILJEVI FISKALNE POLITIKE

Svakako najvažniji ciljevi ekonomske politike se odnose na: rast životnog standarda, rast zaposlenosti, rast proizvodnje, postizanje i očuvanje makroekonomske stabilnosti i dr. Ovim ciljevima fiskalna politika doprinosi, preko tri svoje najvažnije funkcije:

- Alokativne,
- Redistributivne i
- Stabilizacione.

Bilo zbog tržišnih anomalija ili zbog nekih drugih razloga, tržište ne obezbedjuje uvek optimalnu alokaciju resursa. S toga država preko fiskalne politike često nastoji da utiče na poboljšanje tržišne **alokacije** resursa. Na primer, preko promene poreskih stopa država može uticati na ubrzavanje ili usporavanje razvoja odredjenih grana.

Redistributivnom funkcijom država utiče na korekciju primarne raspodele. Ova funkcija je driektno povezana sa socijalno funkcijom države. Na ovaj način se ostvaruje preraspodela ukupnog ostvarenog dohotka u korist siromašnijih slojeva, kao i u korist boljeg pružanja odredjenih usluga poput zdravstva, obrazovanja i sl. Razlike u visini primanja se mogu smanjiti primenom progresivnih poreskih stopa, poreskim oslobodjenima i olakšicama, diferenciranim oporezivanjem pojedinih delova dohotka, kroz različite oblike socijalne pomoći i dr. Na zastupljenost redistributivne funkcije dominanto utiče političko opredeljenje zemlje. Tako, na primer redistributivna funkcija je izrazito razvijena u Skandinavskim zemljama, dok je ona u manjoj meri zastupljena u SAD.

Stabilizaciona funkcija podrazumeva da država interveniše kada se pojavi neka krizna situacija ili preti opasnost od pojave krizne situacije. Fiskalna poltika se ne koristi samo da bi se lakše prevazila recesija, već i da bi se "usporila" prebrza ekspanzija, odnosno da bi se sprečilo "pregrejavanje" tražnje. Upotreba fiskalne politike da bi se uticalo na performanse ekonomije je prisutna od Kejnzijanske revolucije iz tridesetih godina prošlog veka. Ova funkcija je usmerena na održavanje pune zaposlenosti ili što višeg nivoa zaposlenosti, visokog nivoa ekonomske aktivnosti, cenovne stabilnosti, uravnotežene razmene sa inostranstvom i dr. Preko promena u nivou javnih prihoda i javnih rashoda država može uticati na nivo agregatne tražnje, kao i na nivo agregatne ponude.

Ostvarenje pomenutih ciljeva se realizuje primenom instrumenata fiskalne politike. Stoga je vrlo važno obezbediti, kao što je to objašnjeno u I poglavlju da ne postoji konfliktnost izmedju primenjenih instrumenata. Kao i u slučaju monetarne politike, tako i efekte fiskalne politike značajno otežavaju vremenska kašnjenja.

Fiskalna politika treba da doprinese održivom razvoju. Održivi razvoj se bazira na tri dimenzije: ekonomski razvoj, socijalni razvoj i zaštita okruženja. Održivi razvoj faktički podrazumeva integraciju ove tri komponente kroz mere ekonomske politike gde god je to moguće, odnosno pravljenje nagodbe, tamo gde to nije moguće.

U septembru 2000. godine Ujedinjene nacije su istakle značaj održivog razvoja

usvajanjem tzv. «Milenijumskih razvojnih ciljeva». U pitanju je sporazum koji je donet u formi rezolucije sa ciljem: eliminisanja ekstremnog siromaštva i gladi, poboljšanja pristupa osnovnom obrazovanju, obezbeđenja jednakosti polova, smanjenja stope smrtnosti dece, poboljšanja uslova materinstva, borbe protiv side, malarije i drugih bolesti, obezbedenja održivog razvoja prirodne sredine i promovisanja globalnog partnerstva radi ubrzanog razvoja.

Fiskalna politika svojim merama i instrumentima utiče na sve tri komponente održivog razvoja – ekonomsku, socijalnu i ekološku. Porezi mogu uticati na odluke firmi koliko da investiraju, porezi i doprinosi na plate utiču na nivo zaposlenosti, izdaci na socijalne programe utiču na inicijativu za traženjem novog zaposlenja, ekološke takse utiču na nivo zaštite životne sredine i dr.

1. Uticaj fiskalne politike na ekonomski rast - U zemljama sa visokim deficitom i javnim dugom, smanjenje budžetske neravnoteže utiče na ubrzani ekonomski rast, čak i u kratkom roku. Pošto više nema potrebe da se emituje novac da bi se pokrio budžetski deficit, rezultat je i opadanje stope inflacije. Takodje, niži deficit utiče i na povećanje raspoloživih sredstava za investicije, što dodatno podstiče ekonomski rast. Takodje, niži deficit smanjuje verovatnoću pojave ekonomske krize, kao rezultat opasnosti da vlada neće moći da uredno servisira svoje obaveze i na taj način daje dodatni impuls ekonomskom rastu.

U dugom roku fiskalna politika mora da održava javni dug na održivom nivou, ali to ne isključuje mogućnost varijacija u kratkom roku da bi se fiskalna politika prilagodila stanju ciklusa. Generalno posmatrano poreski sistem treba kreirati na način da minimizira negativne uticaje na investicije. To znači da treba izbegavati preveliku kompleksnost poreskog sistema, da se treba fokusirati na oporezivanje širokog spektra proizvoda i usluga, uz istovremeno postojanje sličnih poreskih stopa.

Studija MMF-a[68] je pokazala da veći javni izdaci na fizičku infrastrukturu i ljudski kapital mogu dovesti do bržeg rasta i razvoja. Izgradnja puteva, mostova i sl. može povećati produktivnost privrede. Medjutim, efekti unparedjenja infrastrukture mogu značajno varirati od zemlje do zemlje. Jedna studija sa početka devedesetih je pokazala da javne investicije u transport i komunikacije od 1% BDP dovode do prosečnog godišnjeg rasta BDP od 0,6 procentnih poena.[69]

68 "Fiscal Dimension of Sustainable Development», 2002.
69 Easterly, W. I Rebelo, S., (1993), «Fiscal Policy and Economic Growth: An Emprical Investigation», Journal of Monetary Economics, vol 32.

Povećani javni izdaci na sudski sistem i vladavinu prava, mogu takodje imati značajan pozitivan uticaj na ekonomski razvoj, preko stvaranja stimulativnog poslovnog ambijenta.

Takodje bolje obrazovana i zdrava populacija značajno doprinosi ekonomskom rastu. Nesumnjivo je da obrazovana i zdrava populacija ima višu produktivnost. Sa druge strane eliminisanje nekih bolesti, kao na primer malarije u Africi, može uticati na razvoj turizma i privlačenje stranih direktnih investicija. Prema proceni Svetske zdravstvene organizacije povećanje očekivanog trajanja života za 10% vodi rastu BDP za 0,4 procentna poena.[70] Iako je teško kvantifikovati uticaj obrazovanja na ekonomski rast, nesumnjivo je da ono može imati veliki uticaj. Naročito u zemljama u razvoju je od velikog značaja da država obezbedi bolji pristup obrazovanju i zdravstvenim uslugama, bilo kroz direktno obezbedjenje ovih usluga ili kroz delimično finansiranje privatnog sektora.

Poslednjih godina prisutna je i tendencija donošenja zakona o fiskalnoj odgovornosti. Ovim zakonima država se obavezuje na poštovanje odredjenih pravila, kao što je na primer uravnotežen budžet, visok stepen transparentnosti, odgovornost za fiskalnu politiku i dr. Faktički njima se država obavezuje na fiskalne targete ili na politiku koju je lako pratiti i kontrolisati. Ovi zakoni obično predvidjaju i izuzetke, kada se može odstupiti od ovih pravila, na primer u slučaju prirodnih katastrofa ili duboke recesije.

2. Uticaj fiskalne politike na socijalni razvoj - Porezi na različite oblike potrošnje su takodje i izvor postizanja socijalnih ciljeva, odnosno većeg stepena jednakosti. Na primer, oslobadjanje od oporezivanja nekih osnovih proizvoda, poput hleba, mleka, mesa i sl. može uticati na poboljšanje položaja najsiromašnijih, jer oni značajan deo svog dohotka troše na ove proizvode. Medjutim, sa druge strane na ovaj način se poboljšava i položaj bogatijih slojeva, jer su i oni korisnici ovih proizvoda, a njihova potrošnja je viša nego kod siromašnijih slojeva. Stoga se danas smatra boljom solucijom da se i ovi proizvodi oporezuju, a da se sredstva prikupljena na ovaj način iskoriste za finansiranje socijalnih programa za najsiromašnije slojeve. Pravilna fiskalna politika treba da obezbedi da socijalne subvencije uživaju samo oni kojima su one zaista potrebne, jer će se na taj način obezbediti racionalna alokacija sredstava.

70 World Health Organization (2001), «Macroecnomics and Health: Invsting in Helath for Economic Development», Report of the Comission on Macroeconomics and Health.

Organizacija javnih radova može, takodje, uticati na privremeno poboljšanje položaja najsiromašnijih u cilju lakšeg prevazilaženja, nekih kratkoročnih negativnih šokova. Fiskalna politika može preko različitih programa uticati na poboljšanje položaja najsiromašnijih. U pitanju su mere poput besplatnog školovanja, zdravstvene zaštite, direktne finansijske pomoći, poreskih olakšica ili oslobadjanja i dr.

3. Uticaj fiskalne politike na prirodno okružnje - Zemlje u kojima se značajan deo dohotka bazira na ekspolataciji prirodnih resursa mogu značajno degradirati prirodni ambijent, što može imati dugoročne negativne efekte po ekonomski razvoj. Ovaj negativan efekat može biti još izraženiji kod siromašnijih slojeva, jer oni teško mogu pronaći drugi izvor primanja. Na primer, u mnogim zemljama sa rudnim bogatsvom, siromašni slojevi svoju egzistenciju obezbedjuju radeći u rudnicima i podržavajućim delatnostima. Medjutim, postavlja se pitanje šta će biti sa njima, kada se rudno bogatsvo jednom iscrpi.

Fiskalna politika je značajna za obezbedjenje održive upotrebe prirodnih resursa. To prvo podrazumeva da cena upotrebe prirodnih resursa reflektuje pune socijalne troškove. Na primer, cena eksploatacije nafte ne treba da uključuje samo troškove porizvodnje i distribucije, već i troškove zaštite životne sredine od zagadjenja koje prouzrokuje takva proizvodnja. Takodje, adekvatni iznosi koncesija za upotrebu prirodnih resursa treba da obezbede značajne javne prihode za alimentaciju drugih potreba. Potrebno je sprečiti i prekomernu eksploataciju prirodnih resursa, jer bi to značilo da bi zemlja i stanovništvo mogli brzo ostati bez značajnih izvora prihoda. Javni izdaci usmereni ka povećanje energetske efikasnosti ili za poboljšanje upravljanja javnim priodnim dobrima mogu imati značajan uticaj na efikasnu upotrebu prirodnih resursa. Za očuvanje prirodne sredine vrlo je značajan i adkevatan sistem oporezivanja «zagadjivača».

U nameri da pomognu farmere veliki broj zemalja je uveo poresko oslobadjanje za pesticide, zaštitna sredstva i veštačka djubriva. Ovakva politika je u nekim zemljama dovela do prekomerne upotrebe hemijskih sredstava, što je uticalo na povećani stepen ugroženosti životne sredine.[71]

Imajući u vidu globalno zagrevanje i klimatske promene koje ono nosi, od velikog značaja je i obezbedjenje značajnog iznosa sredstava za zaštitu od prirodnih katastrofa, koje će u budućnosti biti sve češće.

71 MMF, "Fiscal Dimension of Sustainable Development», 2002.

4. Uticaj fiskalne politike na ravnomerni regionalni razvoj - Kao potencijalno četvrtu komponentu uticaja fiskalne politike na održivi razvoj možemo dodati uticaj na ravnomerni regionalni razvoj. Savremene uslove sve više karakteriše neravnomerni regionalni razvoj. Po pravilu glavni gradovi, industrijski centri, primorski delovi se mnogo brže razvijaju od ostatka zemlje. Ove tokove često prate i velike migracije stanovništva od nerazvijenih ka razvijenim delovima zemlje. U velikom broju zemalja čak i više od polovine stanovništva zemlje živi u glavnom gradu, kao na primer u Kairu ili Buenos Airesu.

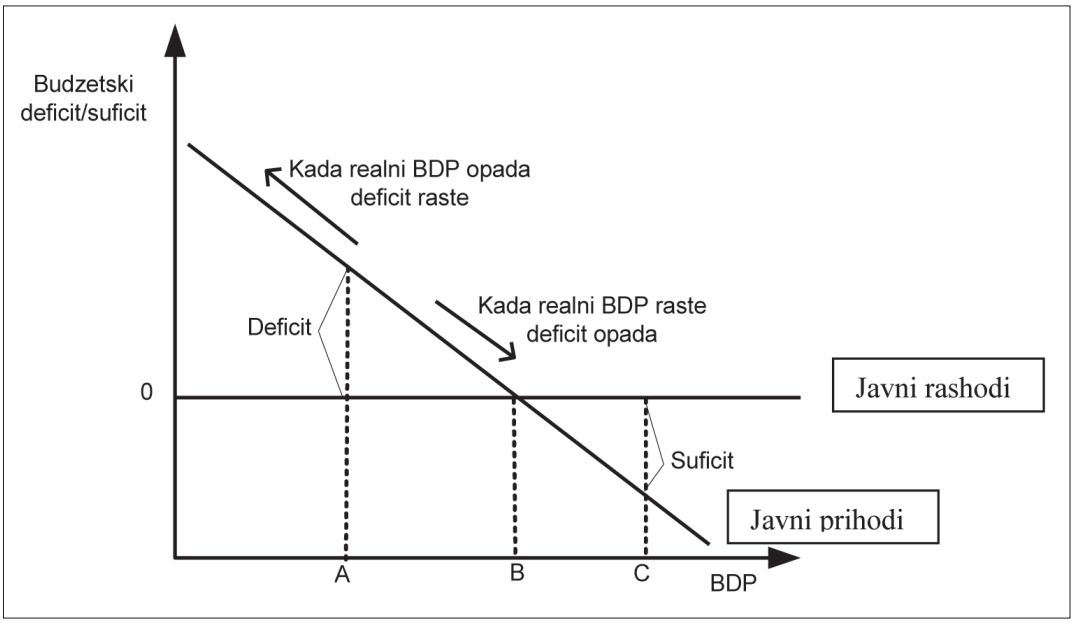
Ovakvi tokovi često dovode do velikih problema, poput povećanja socijalnih razlika, opadanja nivoa aktivnosti u nekim tradicionalnim delatnostima poput poljoprivredne proizvodnje, preveliki pritisak na infrastrukturu u velikim gradovima i dr. Fiskalna politika svojim merama može uticati na smanjenje regionalnih razlika. Smanjenje se može ostvariti preko poreskih olakšica za investiranje u manje razvijene delove zemlje, poboljšanja kvaliteta života u manje razvijenim delovima (izgradnja infrastrukturnih objekata, bolnica, i sl.), direktnim državnim investicijama, različitim oblicima socijalne pomoći i dr. Ova komponenta fiskalne politike je naročito razvijena u Evropskoj uniji, tako da su u budžetu EU predvidjena značajna finansijska sredstva za smanjenje regionalnih razlika.

4.4. BUDŽET I BUDŽETSKI DEFICIT/SUFICIT

Budžet se najjednostavnije može definisati kao godišnji plan javnih prihoda i javnih rashoda. Reč budžet vodi poreklo od francuske reči «bouge» sa značenjem kožna torba. Ekonomske funkcije budžeta su višestruke, jer se kroz budžet troši od jedne do dve trećine BDP. Kroz budžet se vrši preraspodela nacionalnog dohotka, može se direktno i indirektno uticati na proizvodnu strukturu, privrednu ravnotežu, kao i nivo cena. Budući da se kroz budžet apsorbuju i preraspodeljuju velika sredstva on je moćan izvor uticaja na političke i socijalne odnose u društvu. U složenim državama budžete donose i federalne jedinice (republike, države i dr.).

Ukoliko su javni prihodi jednaki javnim rashodima budžet je uravnotežen. Ukoliko su javni rashodi veći od javnih prihoda postoji budžetski deficit, a ukoliko su javni

prihodi veći od javnih rashoda postoji budžetski suficit. Do budžetskog deficita može doći bilo zbog manjeg iznosa prikupljenih javnih prihoda u odnosu na planirane, bilo zbog veće potrošnje u odnosu na planiranu. S obzirom da se tokom vremena menja veličina društvenog proizvoda, iznos javnih prihoda i javnih rashoda, deficit/suficit se stoga najčešće prikazuje kao procenat od bruto domaćeg proizvoda.



Grafik br. 4.1. Budžetski deficit i budžetski suficit

U tački "B" postoji budžetska ravnoteža, jer se u njoj seku linija javnih prihoda i linija javnih rashoda. U tački "C" postoji budžetski suficit, dok tačka "A" odgovara budžetskom deficitu. Sa rastom obima ekonomske aktivnosti smanjuje se budžetski deficit, jer se povećava poreska osnovica i obrnuto.

Dilema koja se može javiti jeste šta sve obuhvata budžet imajući u vidu različite nivoe javnog sektora. Stoga su moguće i različite koncepcije i obuhvati budžeta. Centralni budžet ili budžet centralne vlade obuhvata prihode i rashode najviših organa vlasti. Najčešće je to u pitanju federalna vlada i institucije direktno povezane sa federalnom vladom. Opšta vlada pored centralne vlade uključuje i lokalne organe vlasti poput republičkih vlada i opštinskih administracija. Budžet dobijen uključivanjem prihoda i rashoda centralne vlade i lokalnih organa samouprave se najčešće naziva konsolidovani budžet i u ovaj budžet se još najčešće uključuju i

socijalni fondovi (penzioni fond, razvojni fond, zdravstveni fond i dr.). Deo javnih prihoda i rashoda može biti finansiran i kroz kvazi-fiskalne budžete. Postoji više razloga zbog čega se oni mogu koristiti – sakrivanje stvarne fiskalne pozicije, teškoća postizanja dogovora oko budžeta (centralni budžet najčešće usvaja nacionalni parlament), lakše administriranje i dr. Stoga posmatranje samo centralnog budžeta može stvoriti "krivu sliku" o stvarnom stanju fiskalne politike, odnosno ispravnije je posmatrati što širu definiciju budžeta.

Takodje, treba imati u vidu da tekući nivo budžetskog deficita ili suficita ne mora biti stvarni pokazatelj fiskalne politike. Na primer, tekuća budžetska sitaucija može biti bolja kao rezultat značajnog priliva prihoda od privatizacije ili može biti gora kao rezultat recesije u koju je zapala ekonomija.

Nije retka situacija mešanja budžetskog deficita sa javnim dugom. Budžetski deficit samo pokazuje za koliko su javni rashodi veći od javni prihoda u tekućoj godini, dok javni dug pokazuje ukupan iznos neisplaćenih obaveza države.

Po pravilu budžet krajem tekuće godine za narednu godinu predlaže nacionalnom parlamentu na usvajanje: predsednik, vlada ili ministar finansija. Najčešće se donosi u formi zakona po posebnoj proceduri. U velikom broju zemalja ukoliko se ne usvoji budžet dolazi do "pada" vlade. U II poglavlju smo pokazali da su odredjeni elementi budžeta postojali još u antičkoj Grčkoj. Ipak koreni savremenih budžeta vode poreklo iz XVII veka, kada se Engleski parlament izborio za pravo da odlučuje o državnim prihodima i rashodima.

Usvojeni budžet predstavlja u osnovi predlog, jer po pravilu tokom godine može doći do neočekivanih promena i javnih prihoda i javnih rashoda. S obzirom da ekonomije karakteriše visok stepen neizvesnosti nije moguće tačno predvideti sve tokove. U slučaju većih odstupanja od predloženog budžeta tokom godine se vrši rebalans budžeta kojim se uskladjuje budžet sa stvarnim tokovima javnih prihoda i javnih rashoda.

Klasična teorija je tražila da se vodi politika uravnoteženog budžeta. Medjutim, kako je u periodu ekspanzije nivo ekonomske aktivnosti značajnije viši od nivoa ekonomske aktivnosti u periodu recesije, ovakva politika bi zahtevala visok nivo potrošnje u periodu ekspanzije, a nizak nivo potrošnje u periodu recesije. Sledeći ovakvo pravilo država bi uticala na produbljivanje krize u periodu recesije, odnosno na "pregrejavanje tražnje" u periodu ekspanzije. Stoga se od pojave Kejnzijanizma preporučuje anticiklična fiskalna politika, koja podrazumeva povećanje javne pot-

rošnje u periodu recesije, odnosno sniženje nivoa javne potrošnje u periodu ekspanzije. Ovakva politika podrazumeva da se deficit formiran u periodu recesije, pokrije suficitom u periodu ekspanzije i na taj način bi se obezbedio dugoročno uravnotežen budžet.

Medjutim, u periodima kada se pojavi budžetski deficit javlja se dilema na koji način obezbediti njegovo pokriće. Postoji više različitih oblika pokrića budžetskog deficita, ali možemo konstatovati da ne postoji idealan oblik. Prva mogućnost je emisija obveznica. Medjutim, kritičari često ističu da emisija obveznica dovodi do efekta «istiskivanja».

Naime, ekonomski subjekti motivisani kamatnom stopom kupuju državne obveznice. Ukoliko ne bi kupovali obveznice alternativa bi bila da ta sredstva investiraju ili da putem štednje omoguće nekom drugom da ta sredstva investira. Na taj način privatne investicije bivaju «istisnute», a država najčešće lošije «gazduje» sredstvima u odnosu na privatni sektor. Slične efekte ima i situacija kada država uzima kredit direktno od bankarskog sistema.

Sledeća mogućnost je da se država obrati centralnoj baci za kredit. Medjutim, u takvim uslovima povećana količina novca u opticaju će vrlo verovatno dovesti do porasta stope inflacije[72], a poznato je da inflacija pogadja sve. Zbog toga je u većini zemalja zabranjeno centralnoj banci da odobrava kredite vladi ili da daje garancije za kredite koje uzima vlada, kao i da kupuje državne hartije od vrednosti na primarnom tržištu. Ovakva vrsta zabrane smatra se osnovom nezavisnosti centralne banke.

Donacije predstavljaju način pokrića deficita koji ne porizvodi obaveze u budućnosti. Medjutim, u pitanju je vrlo ograničen oblik za pokriće budžetskog deficita i po pravilu zavisi od spremnosti potencijalnih donatora.

Sledeća mogućnost je da se država zaduži u inostranstvu, kod neke druge države ili medjunarodne finansijske institucije. Kao krajnja mogućnost ostaje prodaja dela državne imovine. Na ovaj način se faktički trajno otudjuje imovina radi pokrića tekuće prekomerne potrošnje.

---

72 Ipak, treba imati u vidu da u odredjenim specifičnim uslovima finansiranje budžetskog deficita emisijom novca ne mora voditi inflaciji. Takva situacija se može javiti u uslovima kada rastućoj ekonomiji treba dodatna količina novca radi nesmetanog obavljanja finansijskih transakcija. Ovaj proces se još naziva remonetizacija

Moguća je i situacija da država odlaže isplaćivanje svojih obaveza, što dovodi do rasta javnog duga i odlaganja rešavanja problema. Na primer, kod nas penzije su se često, tokom devedesetih, isplaćivale sa zaostatkom od nekoliko meseci.

4.5. DISKRECIONA FISKALNA POLITIKA VERSUS UGRADJENI STABILIZATORI

Vlade preduzimaju anticiklične fiskalne politike da bi smanjile nivo fluktuacija ekonomske aktivnosti i da bi «održavale» tekući nivo BDP što bliže potencijalnom nivou BDP. Dva osnovna tipa anticiklične fiskalne politike su:

Diskreciona politika i

- Automatski stabilizatori (fiskalna pravila).

Diskreciona fiskalna politika se odnosi na promene u zakonima, administrativnim procedurama ili instrumentima koje nastaju kao rezultat akcija vlade, parlamenta, ministra finansija i sl. Druga mogućnost je da dolazi do automatskih promena, to jest kao rezultat dejstva automatskih stabilizatora. Diskusija o prednostima i nedostacima diskrecione fiskalne politike i politike bazirane na pravilima je još uvek prisutna. Diskreciona fiskalna politika se u osnovi sprovodi preko promenama u poreskim stopama, promenama transfernih plaćanja, organizovanju javnih radova i sl.

Zagovornici diskrecije ističu da automatski stabilizatori nisu dovoljno snažni i dobro vremenski odredjeni da bi privredu dovoljno brzo «izvukli» iz recesije. Da bi politika zasnovana na automatskim stabilizatorima počela da deluje potreban je odredjen vremenski period, dok diskreciona politika može imati vrlo brzo realne efekte. P. Samuelson (1995) ističe da zato što automatski stabilizatori nikada u potpunosti ne mogu da eliminišu nestabilnosti u ekonomiji, postoji prostor za diskrecionu fiskalnu politiku. Vrsta i vreme primene diskrecionih mera zavise od vrste i veličine poremećaja na koji se želi uticati. Prema mišljenju MMF-a (2006.) automatski stabilizatori su manje efikasni u slučaju privreda u tranziciji i zemalja u razvoju.

Automatski stabilizatori predstavljaju poseban vid mera fiskalne politike koji se pri-

menjuju radi ublažavanja negativnih efekata recesije i smanjenja uticaja inflacije tražnje. Zovu se automatski stabilizatori, jer je njihovo dejstvo automatsko prilikom ispunjenja odredjenih unapred definisanih kriterijuma, to jest za njihovo dejstvo nije potrebna nikakva nova odluka. Na primer pojedinci plaćaju viši porez na dohodak kada rastu njihove zarade i obrnuto. U slučaju porgresivnih poreskih stopa ove fluktuacije su još izraženije, jer je poreska stopa viša u slučaju višeg dohotka i obrnuto. Takodje, u većini zemalja nezaposleni imaju pravo na socijalnu pomoć tokom odredjenog vremenskog perioda. U slučaju recesije broj nezaposlenih raste, tako da se i fondovi za socijalnu pomoć automatski povećavaju. Potpuno obrnut scenario je prisutan u periodu ekspanzije.

Kritičari primene diskrecione politike ističu da su vremenska kašnjenja duga i neizvesna. To može rezultirati da mere usmerene ka prevazilaženju recesije, počnu delovati kada privreda udje u ekspanziju i stoga dovesti do pogoršanja ekonomske situacije. Tri vremenska kašnjenja su posebno značajna za primenu diskrecione fiskalne politike. Kašnjenje u prepoznavanju, to jest period od kada je potrebna korektivna akcija do trenutka kada je identifikovano da je potrebno primeniti korektivnu akciju. Implementaciono kašnjenje – vremenski period od kada je uočena potreba za primenom korektivne akcije do trenutka kada je primenjena i kašnjenje u efektima instrumenata – vremenski period od kada je primenjen neki instrument do trenutka kada on počinje da utiče na ekonomiju.

I politika zasnovana na diskreciji i politika zasnovana na pravilima će najverovatnije dovesti do pojave deficita u periodu recesije. Medjutim, dok će automatski stabilizatori najverovatnije dovesti do pojave suficita u periodu ekspanzije ne postoji nikakva garancija da će i diskreciona politika dovesti do pojave suficita. Savremene države prilikom vodjenja fiskalne politike kombinuju diskrecionu fiskalnu politiku i ugradjene stabilizatore.

4.6. EFEKTI FISKALNE POLITIKE

Osnovni princip fiskalne politike traži da vlade ne trebaju da preduzimaju akcije koje bi mogle štetiti ekonomiji. Danas ne postoji koncenzus šta sve podrazumeva prethodna hipoteza, ali je nesumnjivo da ona podrazumeva da država neće povećavati poreze u recesiji, kao i da neće kreirati visok budžetski deficit u periodima kada je tekući BDP na nivou ili blizu nivoa potencijalnog BDP.

Kao rezultat ekspanzivne fiskalne politike dolazi do budžetskog deficita, a kao rezultat restriktivne fiskalne politike dolazi do budžetskog suficita ili do sniženja budžetskog deficita. U uslovima široko raspostranjene nezaposlenosti potrebno je voditi ekspanzivnu, a u situaciji inflacije restriktivnu fiskalnu politiku.

Veoma je značajno da fiskalna politika bude dobro koordinirana sa monetarnom politikom. Monetarna politika može brže reagovati anticiklično, jer na primer promene kamatnih stopa se mogu sprovoditi na dnevnoj osnovi.Medjutim, vremenska kašnjenja su obično duža u slučaju monetarne politike u odnosu na fiskalnu politiku. Sa druge strane osnovni cilj centralne banke je održavanje cenovne stabilnosti, što može uticati da prioritet centralne banke ne bude vodjenje anticiklične politike. Efikasnost fiskalne politike mnogo zavisi i od režima deviznog kursa, odnosno kontraciklična fiskalna politika je uspešnija u režimu fiksnog deviznog kursa u odnosu na režim fleksibilnog deviznog kursa.

Fiskalna politika se može korisiti za podsticanje razvoja odredjenih grana. Ono se može obezbediti davanjem subvencija iz budžeta ili diferenciranim oporezivanjem. Takodje, fiskalna politika može značajno uticati na formiranje akumulacije preko brojnih instrumenata: oslobadjanje od oporezivanja dobiti koja se reinvestira, politike ubrzane akumulacije, investicione premije, poreske olakšice za investiranje i dr.

Dok javni rashodi utiču na direktno povećanje efektivne tražnje, dotle transferna plaćanja to čine indirektno povećavanjem raspoloživog dohotka privrede i stanovništva. Povećanje poreza ili doprinosa uticaće na smanjenje raspoloživog dohotka privrede i stanovništva, kao i na smanjenje efektivne tražnje.

Često se postavlja dilema kakav uticaj ima subvencionisanje odredjenih delatnosti. Naime, država preko fiskalne politike često podstiče odredjene delatnosti ili aktivnosti poput izgradnje infrastrukture, poljoprivredne proizvodnje, odredjenih vidova saobraćaja, pokrića gubitka nekim preduzećima, održavanja niskih cena nekih bazičnih proizvoda (električne energije, komunalnih usluga i dr.). U pitanju su najčešće oblasti za koje se procenjuje da tržišno rešenje ne bi dalo optimalno rešenje ili grane koje su odredjene kao strateške. Pored pozitivnih efekata, ove mere mogu imati i čitav niz negativnih pratećih efekata, preko održavanja neracionalnog poslovanja u privredi, iskrivljivanja relativnih cena, akumuliranja gubitaka privrede, prekomerne potrošnje pojedinih dobara i dr. Dejstvo fiskalne politike se može posmatrati preko njenih efekata na potencijalno najozbiljnije makroekonomske probleme, kao što to su recesija, inflacija i deficit tekućeg računa platnog bilansa.

4.6.1. Fiskalna politika protiv recesije

U borbi protiv recesije se koristi ekspanzivna fiskalna politika. Ona obično podrazumeva sniženje poreskih stopa, povećanje iznosa transfernih plaćanja i povećanje javnih rashoda, kao i kombinaciju pomenutih mera. Obično u periodu recesije se snižavaju **poreske stope.** Sniženje poreskih stopa može imati višestrukte pozitivne efekte. Ono sa jedne strane ostavlja firmama veći raspoloživi dohodak, što znači više mogućnosti za investiranje, a rast investicija je najlakši način da se prevazidje kriza. Takodje, veći raspoloživi dohodak potrošača, usled sniženih poreza, može voditi rastu njihove potrošnje, koja predstavlja rast tražnje, što omogućava povećanje obima proizvodnje. Takodje, niži porezi mogu značiti i niže troškove zapošljavanja, pa mogu stimulisati i novo zapošljavanje.

U periodima recesije često se povećavaju iznosi različitih oblika **transfernih plaćanja**. Na primer država može povećati subvencije preduzećima, produžiti period u kome se prima naknada za slučaj nezaposlenosti i sl.

Javni radovi su na odredjen način bili sastavni deo mera ekonomske politike još kod starih antičkih civilizacija. Ideju organizacije javnih radova razvio je i teoretski objasnio John Maynard Keynes u svom delu “Opšta teorija kamata, zaposlenosti i novca”. Javni radovi imaju multiplikatorski efekat, na porast obima proizvodnje, na zaposlenost i nacionalni dohodak. Primaoci primarnog dohotka, odnosno zaposleni na javnim radovima i preduzeća koja ih realizuju troše ceo primljeni dohodak ili jedan njegov deo i time svojim kupovinama povećavaju dohodak onima koji im prodaju robu. To izaziva sekundarnu potrošnju i niz daljih efekata koji utiču na rast nacionalnog dohotka i zaposlenosti. Oni mogu da se kombinuju i sa različitim drugim merama u borbi protiv krize i nezaposlenosti poput: smanjenja poreza i doprinosa, snižavanja kamatnih stopa, olakšanog pristupa kreditima i dr.

Sa druge strane, javni radovi iziskuju visoke budžetske rashode i stoga su češće bili predlagani u zemljama koje u to vreme nisu imale previše problema sa finansiranjem budžeta. Po pitanju efikasnosti javni radovi su daleko manje ekonomski efikasni od poslova finansiranih i obavljanih od strane privatnih preduzeća. To znači da država mora da proceni da je značajniji kratkoročni porast zaposlenosti u odnosu na neefikasno utrošena sredstva u tu svrhu.

Boks br. 4.1. - «New Deal»

Berzanski krah koji je oktobra 1929. godine «eksplodirao» na Njujorškoj berzi brzo je doveo do brojnih ekonomskih poremećaja. U vrlo kratkom roku kriza je zahvatila razvijene industrijske zemlje i potresla iz temelja sve razvijene zemlje. To se ogledalo kroz pad vrednosti svih ekonomskih pokazatelja. Tako, npr. nacionalni dohodak SAD je pao sa 103 mlrd. USD u 1929. godini na 55,6 mlrd USD u 1933. godini, obim industrijske proizvodnje je opao za 42,3%. Nezaposlenost je porasla sa 1,6 miliona na 12,6 miliona, dok su nadnice opale za 50%. U cilju organizovanja javnih radova poznatih pod nazivom «New Deal», u SAD, je utrošeno oko 10,5 mlrd. USD, što je za to vreme bila ogromna suma. Formirana je Uprava za unapredjenje rada (Work Progress Administration). Iako ova uprava nije uspela da reši problem nezaposlenosti u celini, ona je uspela u vreme kada je njena aktivnost bila na vrhuncu (1938. godine) da zaposli oko 3,8 miliona radnika i da bitno utiče na povećanje potrošnje sa značajnim multiplikatorskim efektima.

Najznačajniji efekti javnih radova u ovom periodu bili su izgradnja:

- 122 000 javnih zgrada,
- 664 000 milja novih puteva,
- 77 000 novih mostova,
- 285 novih aerodroma,
- 24 000 novih kanala.

Uporedo su preduzete opravke niza važnijih objekata. Pored toga, izgradjena su brojna igrališta, parkovi, vodoprivredni objekti i dr. Pored standardne radne snage u gradjevinarstvu bio je zaposlen i znatan broj eksperata: gradjevinskih inžinjera, arhitekata i dr. Nesumnjivo je da je pored rešavanja problema nezaposlenosti «New Deal» izgradio infrastrukturu na kojoj se bazirao razvoj američke privrede u dugom nizu godina.

Privreda je u ravnoteži kada nivo agregatne tražnje odgovara nivou agregatne ponude. Kada je nivo agregatne tražnje ispod nivoa potencijalnog društvenog proizvoda, tada se ravnoteža ostvaruje ispod nivoa pune zaposlenosti. U takvim uslovima postoji mogućnost da se povećanjem agregatne tražnje poveća nivo proizvodnje i nivo zaposlenosti. Tada se aktivira sledeća kejnzijanska sekvenca:

POVEĆANJE JAVNE POTROŠNJE >> POVEĆANJE NIVOA AGREGATNE TRAŽNJE >> POVEĆANJE NIVOA CENA I NIVOA BDP

Medjutim, u II poglavlju smo prikazali da Ekonomija ponude ima drugačiji pogled kako fiskalna politika treba da utiče na eliminisanje recesije. Ovaj scenario polazi od toga da poreskom politikom treba stimulisati rast agregatne ponude. Mere koje se predlažu u okviru ovog pravca odnose se na sniženje poreza na dobit, na dozvoljavanje politike ubrzane amortizacije, na poresko stimulisanje novih investicija, na deregulaciju ekonomije, poresko stimulisanje istraživanja i razvoja, smanjenje uloge države blagostanja koja dovodi do visokog oporezivanja korporativnog sektora i dr. U ovom scenariju dolazi do sledeće sekvence:

PORESKE OLAKŠICE, SNIŽENJE JAVNIH RASHODA, SNIŽENJE POREZA >> RAST AGREGATNE PONUDE

Medjutim, treba imati u vidu da je politika poreskog sniženje da bi se povećala ponuda kontraverzna. Naime, potreban je značajan vremenski period dok poreska sniženja dovedu do novih investicija i s toga do rasta proizvodnje. Takodje, poresko sniženje može dovesti do situacije da dominira dohodni efekat, to jest da pojedinci sada manje rade, jer sa manje rada mogu ostvariti isti dohodak, kao i pre sniženja poreza.

4.6.2. Fiskalna politika protiv inflacije

U borbi protiv inflacije koristi se restriktivna fiskalna politika. Ona podrazumeva povećanje poreza i sniženje svih oblika javnih rashoda. Za uspešnu borbu protiv inflacije potreban je miks mera restriktivne fiskalne i monetarne politike. Kada se privreda nalazi na nivou pune zaposlenosti svako dalje povećanje agregatne tražnje neće imati uticaj na povećanje obima proizvodnje, već samo na rast inflacije. Ukoliko ipak u takvim uslovima agregatna tražnja na-

stavi da raste doći će do situacije koja je poznata, kao «pregrejavanje tražnje» i tada se preko pokretanja sledeće sekvence može uticati na sniženje inflacije:

SNIŽENJE JAVNIH RASHODA ILI POVEĆANJE POREZA >> SNIŽENJE NIVOA AGREGATNE TRAŽNJE >> SNIŽENJE NIVOA INFLACIJE

4.7. EFEKTI BUDŽETSKOG DEFICITA

Tokom devetnaestog i početkom dvadesetog veka, u priodu liberalnog kapitalizma, većina razvijenih zemalja je imala ili male budžetske deficite ili male suficite. Situacija se drastično promenila tokom prvog svetskog rata, kada se država značajno zaduživala kao posledica finansiranja rata. Posle I svetskog rata deficiti ponovo opadaju i oni su u većini razvijenih zemalja na prihvatljivom nivou. Medjutim, godine pred drugi svetski rat, kao i period drugog svetskog rata ponovo dovode do drastičnog povećanja javne potrošnje, koja je praćena ekstremnim budžetskim deficitima. Ovakva situacija je ostala i u prvim posleratnim godinama kada je država preuzela značajnu ulogu u finansiranju obnove zemlje. Pedesete su godine uravnoteženih budžeta, a od primene kejnzijanizma tokom šezdesetih ponovo dolazi do rasta deficita u razvijenim zemljama. Iako je kejnzijanizam «izgubio dah» početkom sedamdesetih na rast deficita su uticali naftni šokovi i dve recesije svetskih razmera. Tako, na primer učešće javnih prihoda u BDP-u razvijenih zemalja 1960. godine je iznosilo 28%, a sredinom devedesetih 44%, dok je učešće javnih rashoda poraslo sa 28% na 50%.[(73)]

I danas traje istorijska debata koji je bio prelomni trenutak, kada je država postala nedisciplinovana. Neki smatraju da je Velika ekonomska kriza dominantno uticala na preispitivanje uloge države u privredi. Drugi smatraju da je to posledica II svetskog rata, jer generacije koje su prošle užase rata su tražile poboljšanje svojih prava i socijalnu sigurnost. Postoje i stanovišta da je primena kejnzijanizma od še-

73 McDermot, J., i Wescott, R. (1996.), "Fiscal Reforms that Work", MMF, Economic Issues, br. 4.

zdesetih uticala na drastičnu promenu uloge države. Potreba za fiskalnom konsolidacijom se javlja uvek kada fiskalna politika ugržava makroekonomsku stabilnost ili rast ili kada javni dug ili deficit postanu dugoročno neodrživi.[74]

Sve zemlje, a naročito zemlje u razvoju i privrede u tranziciji su podložne različitim šokovima poput pogoršanja odnosa razmene, prirodnih katastrofa, prekida priliva kapitala, recesija i dr. Šokovi mogu uticati smanjenje javnih prihoda i odsustvo sredstava za finansiranje neophodnih rashoda. Zemlje koje imaju finansijske rezerve iz perioda ekspanzije će lakše prevazići ove probleme. Takodje, niskozadužene zemlje će uspeti da pod povoljnijim uslovima obezbede sredstva za finansiranje deficita.

Danas problem nije što država povremeno kreira budžetski deficit tokom recesije, već je problem što su budžetski deficit postali redovna pojava većine razvijenih zemalja. Zbog toga danas većina zemalja nastoji da uravnoteži javne prihode i rashode ili da održava prihvatljiv nivo deficita.

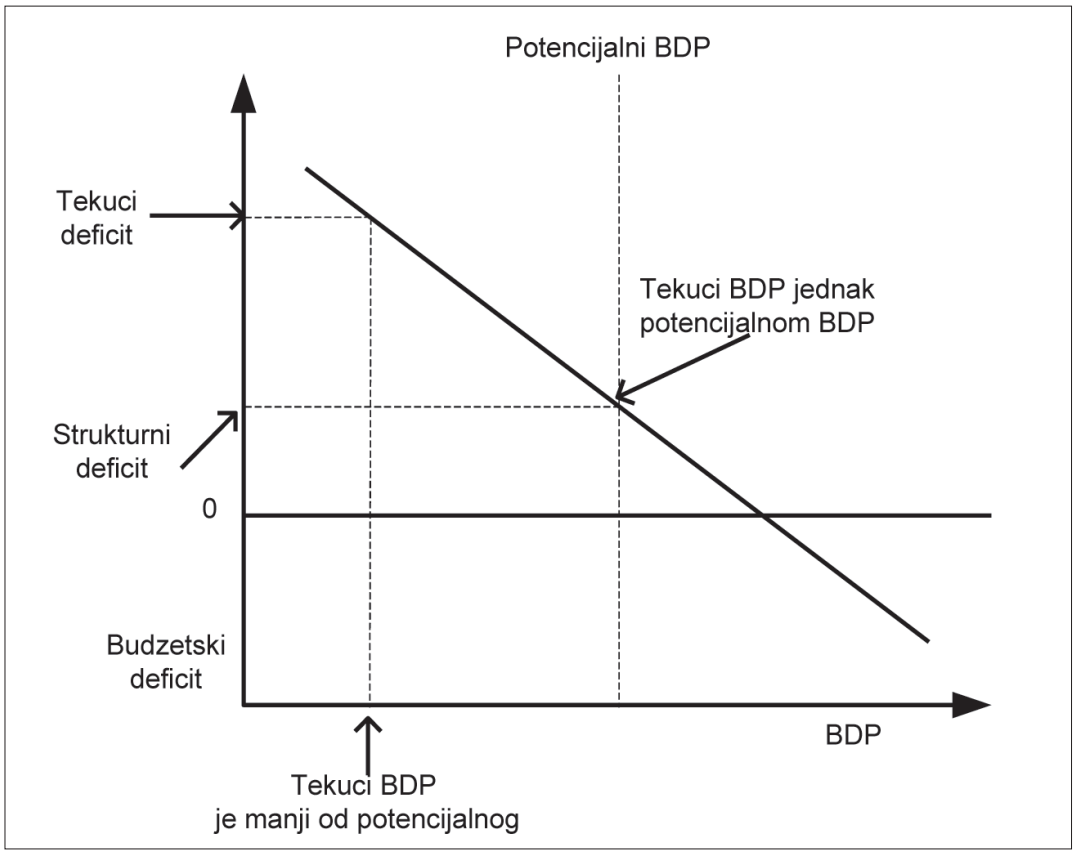
Nesumnjivo je da će povećanje deficita u kratkom roku dovesti do rasta BDP, ali postavlja se pitanje kakvi su efekti u dugom roku kontinuiranog budžetskog deficita. Dugotrajni budžetski deficit može imati negativne uticaje na ekonomiju. Prvo, on može dovesti do rasta kamatnih stopa, jer država na tržištu pozajmljuje sve veću količinu kapitala da bi pokrila deficit. Stoga se ona takmiči sa privatnim sektorom i mora ponuditi atraktivne kamatne stope. Drugo, kontinuirani budžetski deficit dovodi do opadanja investicija preko efekta istiskivanja. Oba efekta će uticati na sniženje investicija, što znači sporiji rast ili opadanje BDP, produktivnosti, investicija i životnog standarda.

Činjenica da dugoročni budžetski deficiti imaju negativne posledice na akumulaciju kapitala i BDP, ne znači da fiskalnu politiku ne treba koristiti za smanjenje cikličnih fluktuacija ekonomske aktivnosti. Naravno, preduslov je da deficiti iz perioda recesije budu pokriveni suficitima iz periodima ekspanzije i da se na taj način obezbedi dugoročno uravnoteženi budžet.

Ciklični budžetski deficit se javlja kao rezultat cikličnog kretanja ekonomije, odnosno pokušaja kreatora ekonomske politike da kreiranjem budžetskog deficita utiču na brži izlazak privrede iz recesije. Ciklični deficit se može dobiti kao razlika

74 Smatra se da javni dug postaje neodrživ onda kada njegova otplata nije moguća bez velikih korekcija u sistemu javnih prihoda

tekućeg deficita i strukturnog deficita. Sa druge strane strukturni budžetski deficit je onaj nivo budžetskog deficita koji se javlja na nivou pune zaposlenosti, odnosno na nivou potencijalnog BDP. Ovaj deficit se još zove i deficit pune zaposlenosti. Računanje ove dve koncepcije budžetskog deficita je otežano problemom definisanja potencijalnog i tekućeg BDP. Strukturni deficit se može prikazati na sledećem grafiku.



Grafik br. 4.2. Strukturni deficit

Strukturni deficit je deficit koji se javlja kada se privreda nalazi na nivou potencijalnog BDP. Deficit raste iznad nivoa strukturnog deficita kada je tekući BDP niži od potencijalnog. Rastojanje od strukturnog do tekućeg deficita predstavlja ciklični deficit.

U uslovima kontinuiranog rasta budžetskog deficita finansijska tržišta postaju

zabrinuta i zahtevaju sve više kamatne stope. Na taj način finansiranje budžetskog deficita postaje sve skuplje, raste udeo javnog duga u BDP, što može dovesti državu u situaciju da više nije u stanju da otplaćuje dug. U ovakvim uslovima alternativa kojoj može pribeći država je moratorijum na otplatu duga. Takva alternativa deluje privlačna za privredni razvoj, jer se može smanjiti opterećenje države. Medjutim, u takvim uslovima finansijska tržišta dugo vremena će odbijati mogućnost zaduženja države i vlada će izgubiti kredibilitet, tako da ono što je privlačno u kratkom roku može se ispostaviti kao pogrešan dugoročni potez. Kao što ističe O. Blanchard (2005.) odbijanje plaćanja duga je poslednje utočište kome treba pribeći samo ukoliko sve druge alternative propadnu.

4.8. FISKALNA KONSOLIDACIJA

Fiskalna konsolidacija je naročito značajna u uslovima kada postoji visoko učešće javnog duga u BDP-u i visok budžetski deficit, jer je u takvim uslovima ograničen potencijal za dalje zaduživanje. Slična je situacija u uslovima visoke spoljne zaduženosti, jer se tada povećava «ranjivost» zemlje na fiskalnu politiku i kretanja na medjunarodnom tržištu kapitala. Veliki broj studija je pokazao da troškovi odlaganja fiskalne konsolidacije mogu biti visoki.[(75)] Glavni argumenti zašto je budžetski deficit nepoželjan i zašto je potrebna njegova eliminacija su:

- Država svoju potrošnju treba da prilagodi svojim prihodima,
- Deficit znači zaduživanje države, a ono znači prenošenje tereta potrošnje od sadašnjih ka budućim generacijama,
- Deficit znači višak domaće tražnje što predstavlja inflatorni pritisak,
- Deficit često vodi dodatnoj emisiji novca, što takodje dovodi do inflacije,
- Pokriće deficita preko emisije obveznica vodi rastu kamatnih stopa, koje mogu značajno usporiti ekonomski rast, naročito u kombinaciji sa rastom inflacije.

75 Za više detalja pogledati – MMF, (1995.), «Gudilines for Fiscal Adjustment», Pamphlet series, br 49.

Upravljanje očekivanjima je veoma bažno – ukoliko vlada uspe da ubedi javnost o uspšenoj fiskalno politici, onda će biti lakše održavanje javnog duga i finansiranje deficita. Vlada u stvari treba da ubedi javnost da je javni dug održiv i da je njegov nivo u skladu sa planiranim (povoljnim) razvojnim scenarijima.

Eliminisanje budžetskog deficita je moguće preko sniženja javnih rashoda, povećanja javnih prihoda, njihovom kombinacijom ili preko strukturnih mera koje preko rasta BDP-a utiču na povećanje poreske osnovice.

Povećanje poreza se često smatra nepopularnom merom, medjutim u velikom broju zemalja koje se suočavaju sa budžetskim deficitom ono je neophodno da bi se obezbedilo pokriće rastućih troškova socijalne politike, zdravstvene zaštite, penzionih fondova i dr. Sa druge, strane ni sniženje javnih rashoda nije jednostavno, jer polazeći od tradicionalne kejnzijanske teorije ono može voditi recesiji. Sniženje rashoda znači da će jedan broj proizvodjača ili ponudjača usluga, kao i jedan broj radnika, ostati bez posla.

Konsolidacija deficita mora biti prilagodjena specifičnostima zemlje, ali to ne znači da ona nema neke osnovne zajedničke principe. Fundamentalna strukturna reforma javnih izdataka se odnosi na davanje odgovora na pitanja da li je odredjena vladina aktivnost neophodna, da li nju može obezbediti privatni sektor, odnosno da li se može uvesti tržišni pristup. Generalno gledano sniženje javnih rashoda treba obaviti kroz eliminisanje neproduktivnih i manje značajnih usluga, prilagodjavanje cena tržišnim, privatizaciju javnog sektora, poboljšanje menadžerskih performansi, povećanje efikasnosti i efektivnosti javnog sektora, sniženje broja zaposlenih u javnom sektoru i dr.

Česti pravac sniženja javnih rashoda se odnosi na identifikovanje programa koji mogu biti ukinuti ili značajno reducirani, odnosno na redefinisanje prioriteta. Na primer, liberalizacija cena ukida potrebu za subvencionisanjem ili kraj hladnog rata je doveo do sniženja vojnih izdataka.

Kada je u pitanju sniženje javnih rashoda u većini zemalja veliki izvor javnih rashoda su penzioni fondovi. Šeme penzionih osiguranja su kreirane pre više decenija, kada je očekivano trajanje života bilo kraće. Stoga rastući udeo starije populacije vrši značajan pritisak na budžete. Stoga je odgovor velikog broja zemalja u poslednjim godinama bio u vidu povećanja godina života penzionisanja, kroz smanjivanje prava i osnivanje privatnih penzionih fondova.

Demografsko kretanje, takodje, vrši veliki pritisak i na zdravstvene fondove, jer

rastući udeo starije populacije traži veći stepen zdravstvene zaštite. Stoga su u većini razvijenih zemalja drastično porasli troškovi zdravstvene zaštite u poslednjoj deceniji. Reforma u ovom sektoru se najčešće odnosila na uvodjenje participacija i smanjenje prava korisnika zdravstvenih fondova.

Država se javlja i kao veliki poslodavac. Česta je situacija da je broj zaposlenih u javnoj administraciji predimenzioniran. Stoga se značajan pravac sniženja javnih rashoda odnosi na rešavanje problema viška zaposlenih u javnom sektoru. Ova mera je često nepopularna i mnoge vlade se uzdržavaju od njene primene, jer dovodi do socijalnih problema i potencijalnog gubitka glasača. Sa druge strane ograničavanje rasta zarada u javnom sektoru, odnosno njihov sporiji rast u odnosu na zarade u privatnom sektoru, može dovesti do gubitka kvalitetne radne snage i do pojave korupcije.

Značajni izvori sniženja javnog duga se nalaze i u reformi javnih preduzeća. Ona često neracionalno posluju i uz velike budžetske transfere. Ukoliko posluju sa gubitkom potrebno je razmotriti mogućnosti prilagodjavanja cena njihovih usluga, redefinsanje aktivnosti i broja zaposlenih, sprovesti redukciju kapitalnih programa, poboljšanje menadžmenta i dr. Takodje, treba razmotriti korišćenje modela privatno-javnog partnerstva ili privatizaciju javnih preduzeća.

Kapitalni programi se često nalaze na vrhu liste prioriteta za redukciju javnih rashoda. Njihovo sniiženje gotovo da uopšte ne utiče na tekuće funkcionisanje vlade. Medjutim, ukoliko oni predstavljaju značajno unapredjenje infrastrukture mogu dovesti do nižih stopa rasta BDP u budućnosti. Ukoliko se odnose na «usporavanje» projekata čija je realizacija u toku, onda mogu dovesti do viših troškova u narednom periodu.

Poslednjih godina država blagostanja je dovela do ekspanzije velikog broja socijalnih programa. Ukoliko oni nisu prilagodjeni ekonomskim mogućnostima zemlje mogu vršiti veliki pritisak na javne rashode i tada je potrebna njihova redukcija. Stoga se često preporučuje povećanje participacija koje država naplaćuje, pre svega kada je u pitanju zdravstvo i obrazovanje.

Uvodjenje «tvrdog» budžetskog ograničenja može olakšati fiskalnu konsolidaciju. Ono podrazumeva smanjivanje subvencija preduzećima, a trebalo bi da bude praćeno i sniženjem nivoa ostalih transfera.

Takodje, vlada treba da izbegava davanje garancija za uzimanje kredita privatnom sektoru, jer one predstavljaju potencijalno povećanje obaveza vla-

de. Naravno, kada zaduživanje nije moguće bez garancije vlade, tada treba primeniti transparentnu proceduru u kojoj bi se jasno identifikovalo da li će potencijalni dužnik biti u mogućnosti da otplati dug. Prilikom spoljnog zaduživanja treba voditi računa da se zaduživanje obavlja u onoj valuti koja malo fluktuira u odnosu na domaću valutu ili u onoj valuti čiji je priliv najviši kroz platnobilansne tokove.

Sa druge strane treba imati u vidu da kada su u pitanju javni rashodi, da njih često karakteriše njihova neelastičnost, odnosno teškoća sniženja. Neke javne rashode je teško sniziti, jer bi mogli ugroziti normalno funkcionisanje države, a druge je opet teško sniziti, jer oni mogu predstavljati zakonska prava odredjenih kategorija (npr. penzije stanovništva ili otplata kamata za ranije uzete kredite).

Važan element fiskalne konsolidacije predstavlja i povećanje javnih prihoda bez izmene poreskih stopa. Ovaj aspekt reforme se pre svega odnosi na poboljšanje poreske administracije, eliminisanje korpucije, smanjenje poreske evazije, odnosno sive ekonomije i dr.

Preduslovi za upešnu reformu poreske adminstracije su: čvrsta opredeljenost vlade za reformu, dobro definisana i primenjena strategija, adekvatan personal i ostali resursi za poresku adminsitraciju, kao i promena sistema podsticaja i za poresku administraciju i za poreske obveznike.

Obično se smatra da poresku reformu podstiču porezi sa jedinstvenim stopama i malim brojem izuzeća, jer je takve sisteme lakše razumeti i administrirati. Da ne bi imali negativne efekte na razvoj ekonomije porezi treba da budu stabilni i predvidivi, a poreski zakoni jasni i razumljivi.

Mera koja se često preporučuje je koncentracija svih javnih prihoda na jednom centralnom računu trezora. Na ovaj način se može obezbediti bolja kontrola javnih prihoda, a i mogu se ostvariti pozitivni rezultati po osnovu ekonomije obima. Integrisanje izvršenja budžeta preko integrisanog informacionog sistema može poboljšati kontrolu javnih rashoda. Takodje, od značaja je interna kontrola i eksterna revizija koje proveravaju, pre svega, upotrebu javnih rashoda.

Takodje, treba imati u vidu da kratkoročne racionalizacije mogu dati samo privremene rezultate. Na primer prodaja dela državne imovine ili odlaganje neizbežnog povećanja plata zaposlenim u javnom sektoru će samo privremeno poboljšati tekuću budžetsku situaciju, a verovanto će već u srednjoročnom periodu dovesti do ponovne pojave budžetskog deficita.

Boks br. 4.2. Izabrani primeri uspešne fiskalne konsolidacije

Novi Zeland *je uspeo da početkom devedesetih nakon deficita BDP od 5% ostvari suficit od 3% BDP. Javni prihodi su ostali uglavnom nepromenjeni, ali su značajno smanjeni javni rashodi. Kamatne stope su opale značajno. Od negativne stope rasta BDP od -2,5% u 1992. godini, ostvaren je rast od 5,4% u 1995. godini. Nezaposlenost je prepolovljena, a učešće javnog duga u BDP-u je sniženo sa 52% na 38%.*

Danska *je početkom osamdesetih imala primarni deficit od 6,5% BDP, a javni dug je izuzetno brzo rastao. Početkom devedesetih je sprovedena oštra fiskalna konsolidacija i primarni deficit je snižen za 10 procentnih poena. Kao rezultat fiskalne konsolidacije došlo je i do ekonomskog rasta.*

Irska *je početkom osamdesetih imala primarni budžtski deficit od 8,5% BDP, a javni dug je iznosio preko 80% BDP. Prvi pokušaj fiskalne konsolidacije je sproveden sredinom osamdesetih kroz povećanje javnih prihoda. Primarni deficit je snižen za 7 procentnih poena, a ekonomska aktivnost je zabeležila opadajuće stope. Drugi pokušaj fiskalne konsolidacije je sproveden krajem osamdesetih, ali je sada bio baziran na sniženju javne potrošnje. U ovom pokušaju primarni deficit je snižen za dodatnih 7 procentnih poena, a učešće javnog duga u BDP-u je sniženo za 20%, uz ekonomski rast.*

Mc Dermot i Wescott (1996) su ispitivali primere uspešnih fiskalnih konsolidacija.[76] Od posmatrana 74 slučaja fiskalne konsolidacije 48 su klasifikovali kao neuspešne, 14 kao uspešne, a dvanaest nije bilo moguće klasifikovati zbog nedostatka podataka. U svim uspešnim slučajevima došlo je i do rasta BDP, kao i rasta zaposlenosti. Ukoliko se neuspešni primeri posmatraju kao celina, onda je njihov BDP opao, a nezaposlenost porasla. Takodje, u uspešnim primerima kamatne stope su opadale, a kod neuspešnih slučajeva one su rasle. Ovakvo kretanje je omogućilo izvodjenje zaključka da uspešna fiskalna konsolidacija podstiče ekonomski rast.

Prva razlika koja se uočava je da je fiskalna kontrakcija bila viša u uspešnim primerima u odnosu na neuspešne (4,0% BDP u odnosu na 3,2% BDP). Veći stepen

76 Kao uspešnu fisklanu konsolidaciju su definisali ukoliko je strukturni deficit smanjen za najmanje 1,5% BDP i ukoliko situacija nije pogoršana u naredne dve godine

fiskalne kontrakcije je ukazivao na veću verovatnoću sniženja javnog duga i kao takav je bio kredibilniji.

Sledeći faktor uspešnosti je činjenica da je u uspešnim primerima fiskalna konsolidacija bila deo širih reformskih programa, koji su dodatno uticali na rast kredibiliteta vlade. Takodje, pokazalo se da je u uspešnim primerima fiskalna konsolidacija uglavnom sprovedena preko sniženja javnih rashoda, dok je u neuspešnim primerima uglavnom sprovodjenja preko povećanja javnih prihoda.(77)

Takodje, autori su utvrdili da nijedan primer fiskalne konsolidacije u periodu recesije nije uspeo, tako da je i «tajming» reformi vrlo značajan. Sa druge strane i u periodima ekspanzije je bilo dosta neuspešnih primera fiskalne konsolidacije, tako da ne postoji garancija da će u periodu ekspanzije biti ostvarena uspešna fiskalna konsolidacija.

4.9. FISKALNA ODGOVORNOST I FISKALNA PRAVILA

Imajući u vidu da je globalna finansijska kriza uticala na značajno pogoršanje fiskalne neravnoteže velikog broja zemalja, u poslednje vreme sve više zemalja razmatra odredjene promene u domenu fiskalne politike koje bi trebalo da u narednom periodu povećaju odgovornost kreatora fiskalne politike i obezbede održivost javnih finansija. Predložene promene obično idu u dva smera jedan se odnosi na osnivanje fiskalne agencije ili fiskalnog saveta, a drugi se odnosi na donošenje zakona o fiskalnoj odgovornosti, odnosno donošenje fiskalnog pravila, koje bi ograničilo diskreciju kreatora fiskalne politike. U poslednje vreme je prisutna tendencija donošenja zakonodavstava o fiskalnoj odgovornosti i osnivanja i kreiranja nezavisne fiskalne agencije.(78)

Što se tiče fiskalne agencije (fiskalnog saveta) u pitanju je nezavisno telo koje

77 Naravno, iz ovoga ne treba izvući zaključak da deo fiskalne konsolidacije ne treba da bude povećanje javnih prihoda

78 Center for excellence in finance, (2010) „Strenghtening Domestic Anhors o Assist with Crisis Exit Strategies“, High level regional policy dialogue, Washington

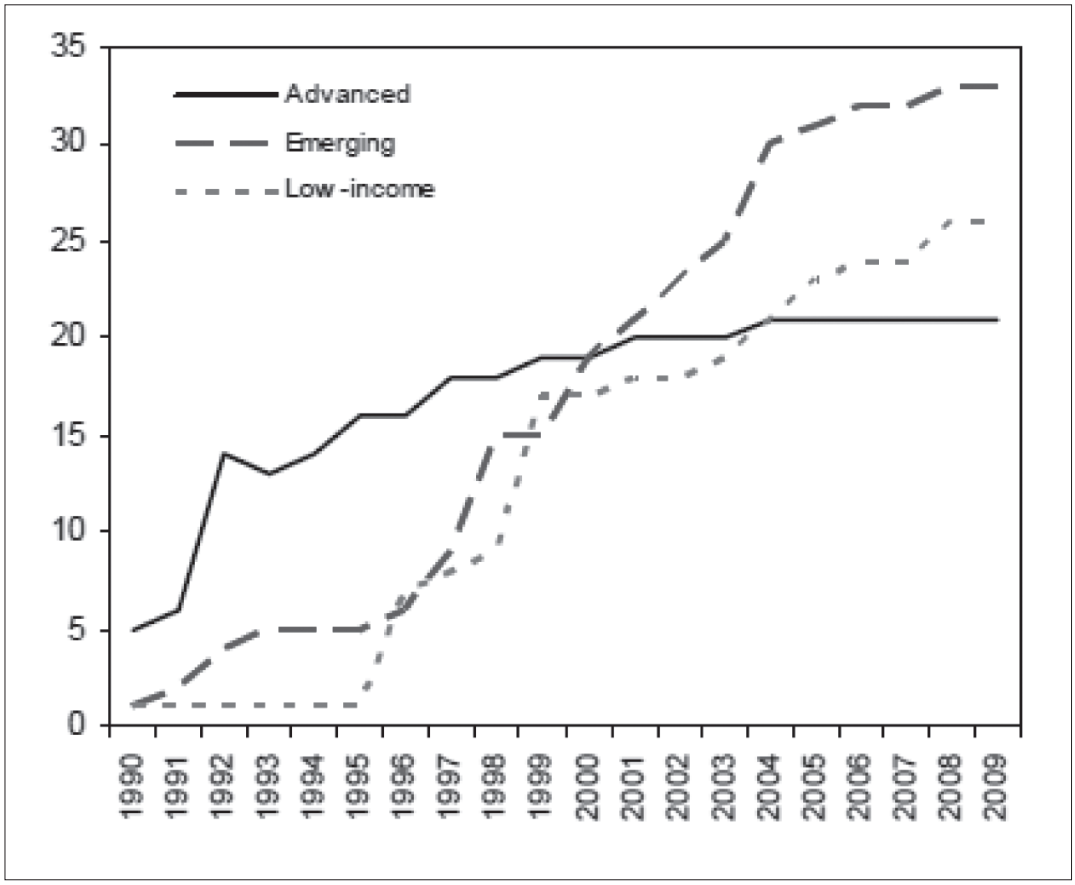
može imati različite ciljeve. Ova tela mogu imati ovlašćenja da samo komentarišu fiskalnu politiku, da kreiraju makroekonomske projekcije koje će biti korišćene za kreiranje fiskalnog okvira, da vrše nadzor fiskalne politike, da pomažu u formulisanju fiskalne politike i dr. Ove agencije najčešće imaju cilj da povećaju transparentnost fiskalne politike, kao i da povećaju „političke troškove" (gubitak kredibilieta) neadekvatne fiskalne politike.[79]

Ipak, kada su u pitanju ove agencije postoji mnogo dilema od toga koje će odgovornosti imati ovo telo do toga koliki stepen nezavisnosti treba da ima u odnosu na ministarstvo finansija. Za privrede u tranziciji jugoistočne evrope imajući u vidu njihovu istoriju, stanje javnih finansija, kredibiliet kreatora ekonomske politike verovatno da bi ovakva tela bila najpogodnija u formi fiskalnog saveta, koji bi se sastojao od eksperata i koji bi imao osnovni cilj povećanje transparentnosti fiskalne politike. Jasno je da su u pitanju institucije koje su u povoju i koje će se u narednom periodu razvijati u vrlo različitim smerovima od zemlje do zemlje.

Fiskalna pravila su institucionalni mehnizmi sa ciljem jačanja kredibilieteta fiskalne politike i jačanja fiskalne discipline. Fiskalno pravilo se može definisati kao trajno ograničenje fiskalne politike primenom jednostavnog numeričkog pravila.[80] Fiskalna pravila su poznata još od sredine XIX veka. Tako na primer sredinom XIX veka u većini američkih država u kojima je važio zlatni standard postojala je i obaveza da se vodi politika uravnoteženog budžeta.[81] Ipak, fiskalna pravila do početka devedesetih je koristilo svega nekoliko zemalja u svetu. Od sredine devedesetih raste broj zemalja koje koriste fiskalna pravila, a globalna finansijska kriza je uticala na rastuću popularnost ovog instrumenta ekonomske politike. Fiskalna pravila se mogu primenjivati na nacionalnom nivou ili na nadnacionalnom nivou, kao na primer u slučaju Evropske monetarne unije. Studija MMF-a je pokazala da neki oblik fiskalnog pravila danas primenjuje 80 zemalja, a 1991. godine ih je primenjivalo samo sedam zemalja.[82]

79 IMF, (2009), Fiscal Rules—Anchoring Expectations for Sustainable Public Finances, SM/09/274, Washington
80 Kopits, G. and S. Symansky (1998), Fiscal Rules, IMF Occasional Paper 162.
81 Kopits, G., (2001), Fiscal Rules: Useful Policy Framework or Unnecessaru ornament, IMF working paper 01/45
82 IMF, (2009), Fiscal Rules—Anchoring Expectations for Sustainable Public Finances, SM/09/274, Washington

Grafik br. 4.3. – Kretanje broja zemalja sa fiskalnim pravilom



Izvor: IMF, (2009), Fiscal Rules—Anchoring Expectations for Sustainable Public Finances, SM/09/274, Washington

Fiskalna pravila se najčešće javljaju u vidu pet oblika:

- Pravilo javnog duga koje predvidja koliko može biti maksimalno učešće javnog duga u BDP-u;
- Pravilo budžetskog deficita koje limitira koliko može iznositi maksimalno budžetski deficit u odnosu na BDP;
- Parvilo javne potrošnje koje predvidja maksimalan iznos javne potrošnje u odnosu na BDP;

- Pravilo koje kombinuje javne prihode i javne rashode[83] i
- Pravilo javnih prihoda koje predvidja maksimalna iznos javnih prihoda, najčešće u odnosu na BDP.[84]

Danas je u porastu i broj zemalja koje kombinuju fiskalna pravila. Verovatno najpoznatiji primer kombinacije fiskalnih pravila nalazimo u okviru Evropske monetarne unije, to jest u sklopu Mastrihtskih kriterijuma koji limitiraju budžetski deficit na 3% BDP-a i javni dug na 60% BDP-a.

Kada su u pitanju privrede u tranziciji fiskalna pravila imaju uglavnom samo neke zemlje koje su već pristupile EU poput: Bugarske, Češke, Estonije, Letonije, Litvanije Madjarske, Poljske, Slovačke i Slovenije. Odnedavno fiskalna pravila ima i Srbija, ali njihova primena je napuštena i ona su prekršena iako su dalje zakonski obavezujuća.

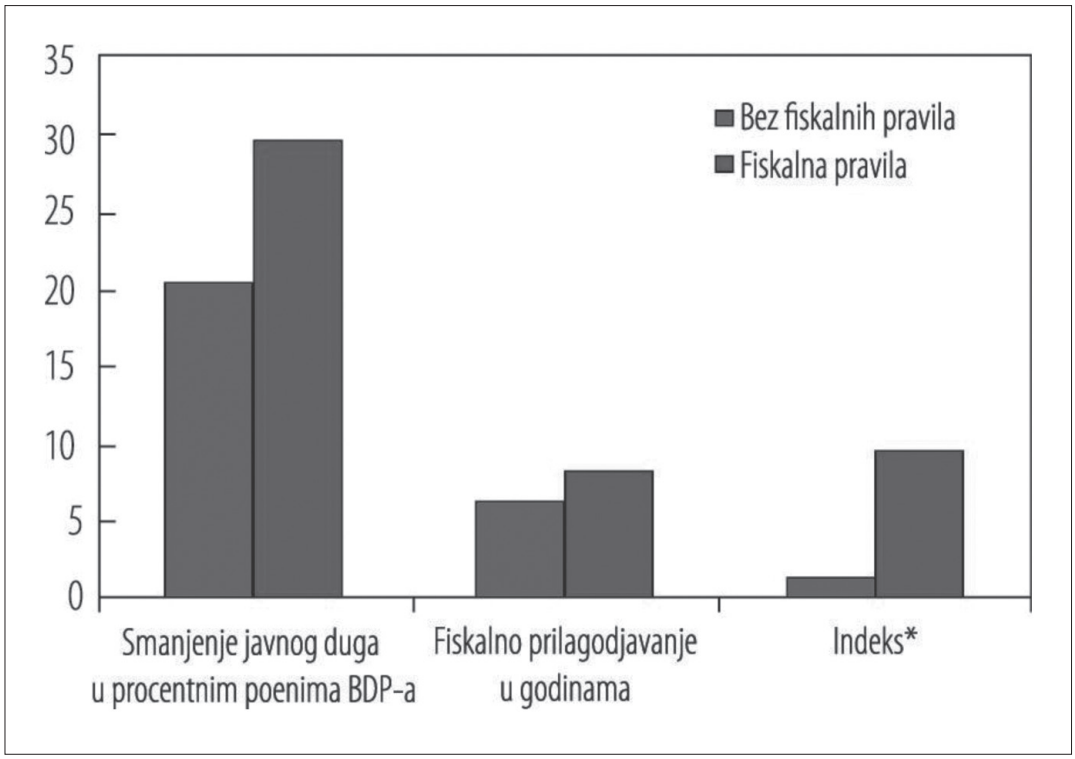
U velikom broju zemalja fiskalna pravila su doneta kao deo širih reformskih procesa i obično kroz donošenje zakona o fiskalnoj odgovornosti.[85] Samo u malom broju zemalja zakoni o fiskalnoj odgovornosti su doneti kao alternativa fiskalnim pravilima. Da bi fiskalno pravilo bilo uspešno u praksi ono mora da zadovolji nekoliko uslova:

- Ono mora da bude konzistentno sa dugoročnim ekonomskim ciljevima,
- Ne sme da doprinosi procikličnosti ekonomske politike,
- Mora da bude dovoljno fleksibilno da bi se moglo primeniti u različitim ekonomskim situacijama i
- Mora da bude realno ostvarivo.

Studija MMF-a je potvrdila da su fiskalna pravila značajna u procesu sprovodjenja fiskalne konsolidacije i da je fiskalna konsolidacija bila uspešnija i brža u zemljama koje su imale ova pravila (grafik br. 4.4).

83 Tako na primer u Švajcarskoj primena ovog pravila zahteva da kada rast BDP predje 1,8% da je Vlada u obavezi da kreira dodatne fiskalne prihode, a kada je niži od 0,5% Vlada ima obavezu da poveća nivo javne potrošnje.
84 Ovo pravilo se redje primenjuje, jer ono ne doprinosi uravnoteženju javnih finansija ili ograničavanju javne potrošnje, a pre svega je usmereno na ograničavanje prekomernog oporezivanja.
85 MMF preproučuje da fiskalna pravila budu doneta kroz zakonski akt što veće hijerahije, jer se na taj način smanjuje verovatnoća njihovog ignorisanja ili napuštanja.

Grafik br. 4.4. – Karatkeristike fiskalne konsolidacije u zemljama sa i bez fiskalnih pravila



Izvor: IMF, (2009), Fiscal Rules—Anchoring Expectations for Sustainable Public Finances, SM/09/274, Washington

***Napomena**: posmatrane su samo zemlje koje su uspele da ostvare značajno smanjenje javnog duga*

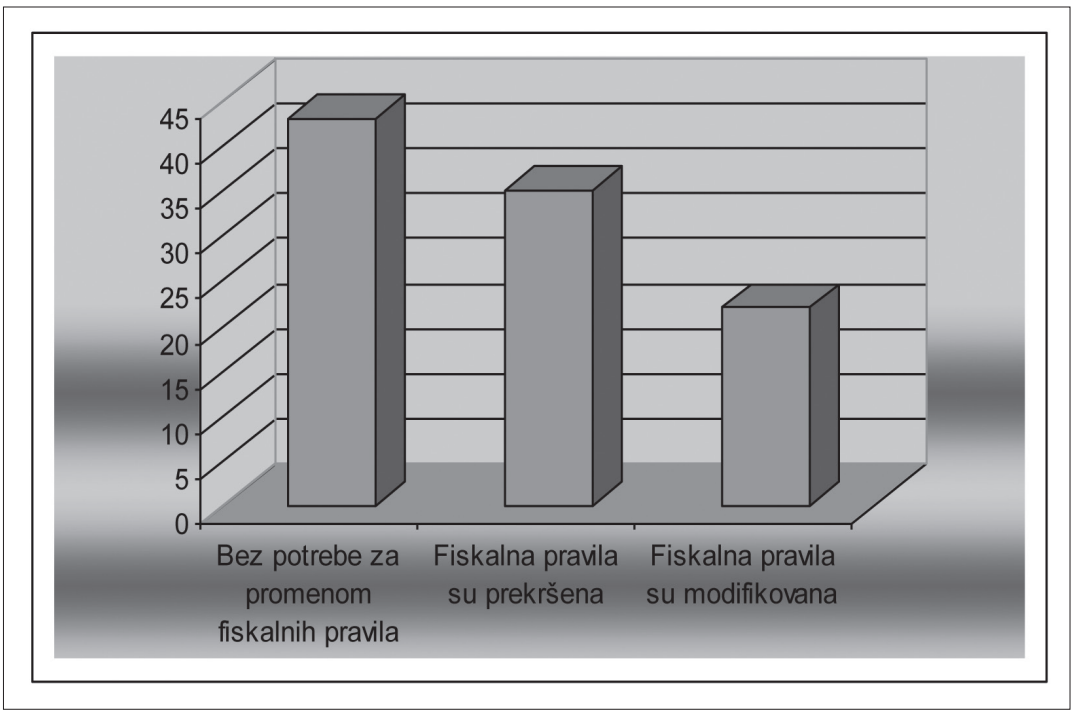
** - kumulativna promena cikličnog primarnog deficita u prve tri godine konsolidacije u odnosu na smanjenje učešća javnog duga u BDP-u*

Medjutim, kada govorimo o fiskalnim pravilima i zakonu o fiskalnoj odgovornosti, moramo imati u vidu i dobre i loše strane ovakvih rešenja. Dobra strana ovog zakona je u tome što ona sprečava da se zloupotrebljava fiskalna politika, jača kredibiliet celokupne ekonomske politike i utiče na poboljšanje kreditnog rejtinga zemlje. Treba imati u vidu da je ovakav jedan okvir fiskalne politike mnogo lakše sprovesti u stabilnim uslovima, nego u kriznim uslovima. Ključni faktor za uspeh ovog zakona

jeste da se utvrdi jasna odgovornost i sankcije[86] ukoliko se prekrše zadati kriterijumi iz zakona, odnosno fiskalna pravila.

Negativne strane ovog zakona su u tome što on u velikoj meri smanjuje manevarski prostor za vodjenje kontraciklične politike u kriznim uslovima. Veliki broj zemalja koji je imao fiskalna pravila pre globalne finansijske krize bio je prinudjen da ih modifikuje ili ih jednostavno nije ostvario. U ovoj grupi zemalja se nalazi i Srbija.

Grafik br. 4.4. Fiskalna pravila i kriza



Izvor: Grafik kreiran na osnovu upitnika MMF-a iz aprila 2009. godine

Stoga i nije iznenadjujuće da u jednom broju zemalja postoji tzv. „izlazna klauzula“ u slučaju nepredvidljivih egzogenih šokova, dok u nekim zemljama posto-

86 U praksi postoje različite sankcije za slučaj kršenja fiskalnog pravila poput novčanih kazni za kreatore fiskalne politike, smena lica najodgovornijih za vodjenje fiskalne politike, gubitak kredibiliteta, obavezujuće korektivne akcije i dr. Ipak, treba imati u vidu da primena sankcija nije široko rasprostranjena, jer ona zahteva nezavisnu treću stranu koja bi ih implementirala

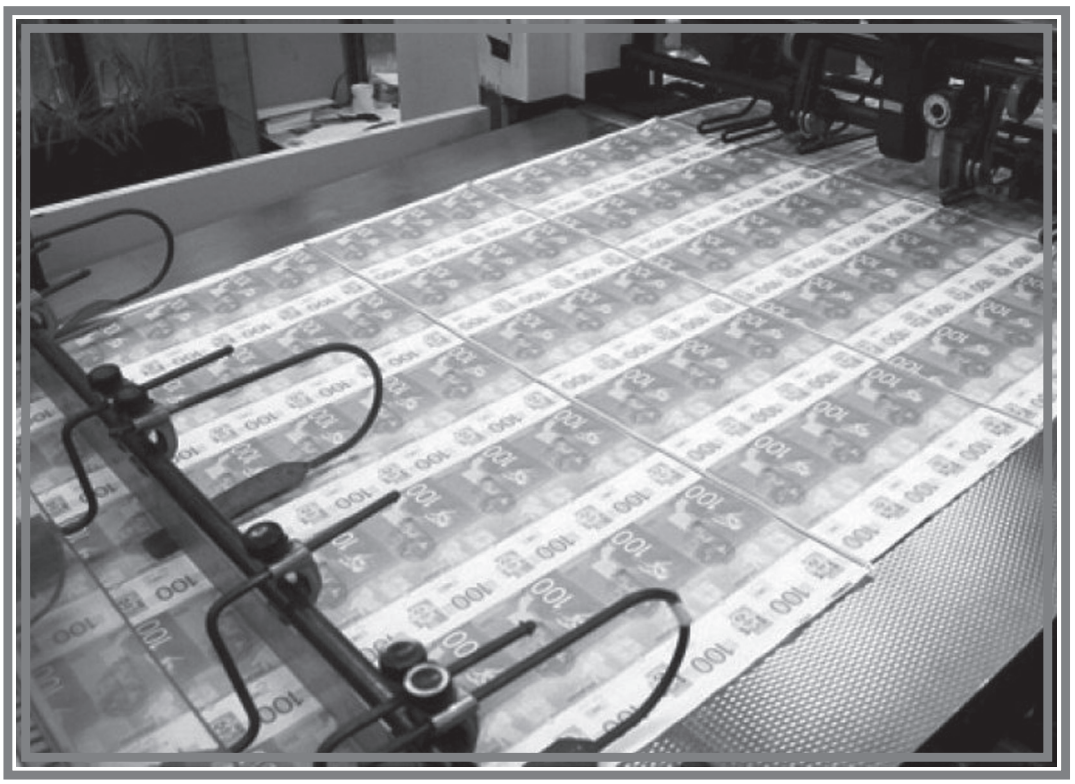
ji nezavisno arbitražno telo.[87] Takodje, manipulacijama prilikom obračuna BDP-a (njegovim povećanjem ili smanjenjem) može se lako uticati da se neki kriterijum ispuni ili neispuni. Potencijalni problem je i to što se fiskalna pravila najčešće računaju u odnosu na BDP-a, a tek početkom sledeće godine postaje poznato koliko je iznosio BDP-u tekućoj godini. Takodje, neadekvatni statistički kapaciteti većina zemalja regiona otvaraju sumnju i da li je moguće objektivno utvrditi koliko stvarno iznosi BDP.

Dalje, jako teško je formulisati pravilo koje bi bilo podjednako dobro i u uslovima receseije i uslovima ekspanzije. Stoga se često može javiti potreba za modifikacijom pravila, a česte modifikacije pravila bi jednostavno derogirale kredibilitet zakona o fiskalnoj odgovornosti. Kontraargument može biti da je potrebno u „dobrim vremenima“ biti daleko od granice, a da se u recesionim uslovima treba približiti granici propisanoj za neki indikator. Takodje, potencijalna opasnost je da bi u uslovima kada preti „probijanje“ fiskalnog pravila kreatori fiskalne politike posezali dominantno za smanjenjem kapitalnih izdataka, koje je najlakše „skresati“ u kratkom roku, ali koji nose značajne negativne dugoročne posledice.

Da bi ovaj okvir bio uspešan ključno je da se odgovori na pitanje kakve bi bile predvidjene sankcije za neispunjenje pravila, kao i da se u samom Zakonu ostavi prostor za odredjene modifikacije u uslovima recesije (bitno je da one budu jasno definisane i da ne postoji diskrecioni prostor za njihovo tumačenje). Razlog zbog čega se danas fiskalna pravila ne primenjuju u Srbiji iako su zakonski obavezujuća, treba tražiti i u tome što nisu predvidjene sankcije za kršenje fiskalnih pravila. Na primer postoji mogućnost definisanja zone fluktuacije, tako da bi u dobrim vremenima trebalo težiti donjoj granici, a u lošim da postoji prostor za kretanje do gornjeg nivoa granice. Alternativa je naravno i uvodjenje „izlazne klauzule“ u uslovima recesije, ali tada se može javiti problem arbitrarnosti kada se ova klauzula može primeniti. Takodje, treba biti i svestan činjenice da samo donošenje fiskalnih pravila i/ili zakona o fiskalnoj odgovornosti ne garantuje uspešnu fiskalnu konsolidaciju. Empirijski podaci su pokazali da su u uslovima duboke recesije fiskalna pravila imala manji stepen efikasnosti.

87 Kopits, G., (2001), Fiscal Rules: Useful Policy Framework or Unnecessaru ornament, IMF working paper 01/45

III DEO



PRAKTIČNI ASPEKTI MONETARNE POLITIKE

V GLAVA

EKONOMSKA POLITIKA U KRIZNIM USLOVIMA

Cilj pete glave

Cilj pete glave je da saznate sledeće:

- **Zašto se javljaju finansijske krize i kakve su njihove posledicE**
- **Koji su uzroci globalne finansijske krize**
- **Kakve su njene posledice**
- **Kako formulisati ekonomsku politiku u kriznim uslovima**

5.1. O FINANSIJSKIM KRIZAMA UOPŠTE

Uzroci koji mogu dovesti do finansijske krize mogu biti vrlo brojni. Makroekonomska nestabilnost može dovesti do finansijske krize preko opadanja cena nekretnina, brzog rasta kamatnih stopa, hiperinflacije i sl. Finansijske i devizne krize u nedovoljno razvijenim zemljama se javljaju nakon perioda velikog priliva kapitala i brzog rasta odobrenih kredita, koji nakon izvesnog vremena budu praćeni naglim povlačenjem kapitala, pre svega špekulativnog. Takav je redosled dogadjaja bio prisutan u Istočno azijskoj krizi, Meksiku, Turskoj i drugim zemljama.

Medjutim, ovakvu korelaciju nije baš jednostavno utvrditi, jer postoje brojni primeri kreditnih ekspanzija koji nisu doveli do krize. Do krize mogu dovesti i neki mikroekonomski faktori, kao što su loše obavljena supervizija, moralni hazard preduzeća, mešanje vlade (pritisak da se odobre krediti povlašćenim klijentima), nizak nivo transparentnosti poslovanja i dr.

Takodje, potencijalni uzročnici krize mogu biti i loša poslovna strategija ili loši poslovni potezi banke poput: loše procene kreditnog rizika, prevelike izloženosti kamatnom ili deviznom rizikom, prevelike koncentracije kredita na nekoliko dužnika, lošeg menadžmenta i dr.

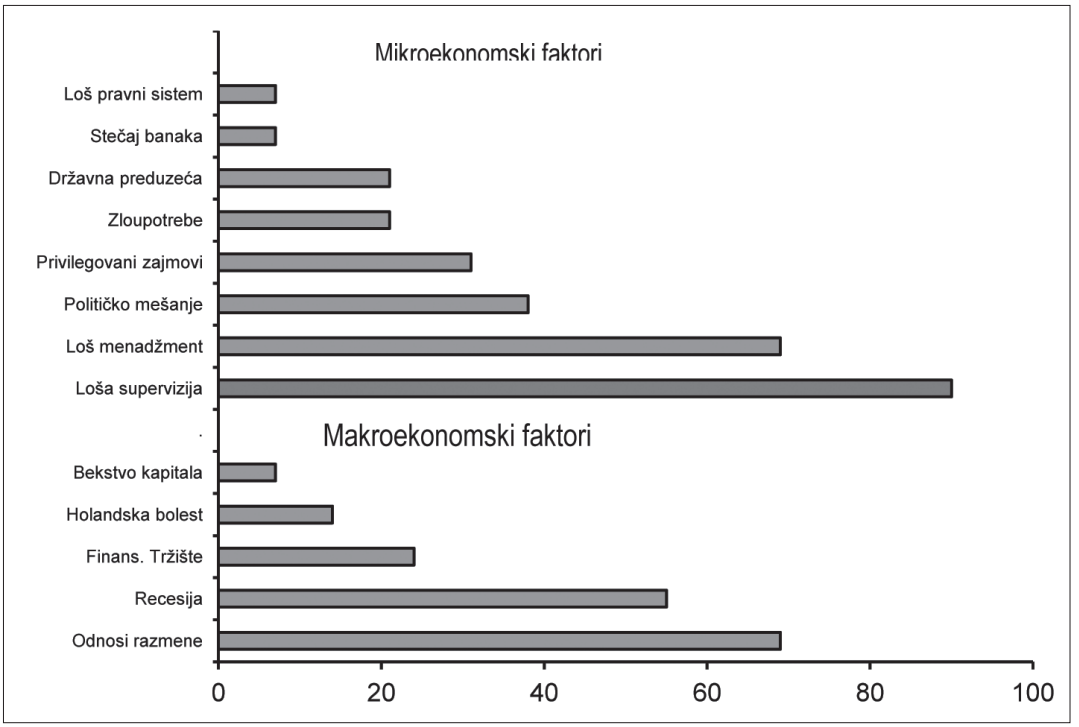
Takodje, ne treba zanemariti ni mogući uticaj finansijskog tržišta, naročito nakon «izduvavanja cenovnih mehurića». Na kraju ne treba isključiti ni prevare, kojima je poslednjih godina naročito podložan informacioni sistem.

Istražujući uzroke bankarskih kriza na primeru od 29 zemalja Caprio i Klingebiel (1998.) su ustanovili da je u 90% bankarskih kriza bila prisutna neadekvatna bankarska supervizija.

Naravno, supervizija nije jedini uzrok koji je doveo do pojave bankarskih kriza, ali je nesumnjiva njena uloga u prevenciji bankarskih kriza. Naravno sama po sebi loša supervizija ne može biti uzročnik krize ukoliko već ne postoje problemi u bankarskom sistemu.

Sa druge strane, supervizija koja bi eliminisala sve rizike, verovatno bi banci uskratila profitne mogućnosti i učinila bi banku nekonkurentnom. Sledeći po značaju uzrok je loš bankarski menadžment, pa drastično pogoršanje odnosa razmene.

Grafik br.5.1 - Uzroci bankarskih kriza



Izvor: Caprio, G., i Klingebiel, D., «Bank Inslovencies: Cross-Country Experience», 1998.

Sa druge strane, većina ekonomskih kriza kao glavni ili značajan uzrok su imale bankarske krize (tabela br.5.1.). Stoga sprečavanje bankarskih kriza je faktor od velikog značaja radi sprečavanja daljeg širenja krize.

Tabela br. 5.1 – Uzroci ekonomskih kriza

	Glavni uzroci			Na početku krize		
	Precenjen devizni kurs	Slab bankarski sistem	Problemi sa budžetom	Krediti domaćih banaka/BDP (%)	Javni dug (% BDP)	Fiskalni i kvazi-fiskalni troškovi krize (% BDP)
Meksiko (1994-95)	✓	✓		36%	25%	19%
Tajland (1997)	✓	✓		143%	15%	35%
Indonezija (1997-98)	✓	✓		55%	25%	55%
Koreja (1997-98)	✓	✓		70%	8%	28%
Rusija (1998)	✓		✓	30%	53%	5-7%
Brazil (1998-99)	✓		✓	46%	63%	1-2%
Turska (2001)	✓	✓	✓	51%	63%	31%
Argentina (2001)	✓		✓	35%	54%	2%
Brazil (2002)			✓	58%	78%	--

Izvor: Lewis A, (2004.), "Emerging Markets Global Chalegenges"

5.2. GLOBALNA FINANSIJSKA KRIZA

5.2.1. Izmenjen finansijski sistem kao klica tekuće krize

Tokom poslednjih nekoliko decenija finansijska tržišta i institucije su pošle kroz radikalnu transformaciju i naglu ekspanziju, koja je podstaknuta opštim trendom deregulacije, liberalizacije, globalizacije, kao i napretka u kompjuterskim tehnologijama. Medjunarodni tokovi kapitala su intenzivirani, tržišta su razvila nove i sofisticirane instrumente, a brzina obavljanja finansijskih transakcija se drastično ubrzala, značajno snižavajući troškove finansijskih transakcija. Stepen medjuzavisnosti finansijskih institucija iz različitih zemalja se drastično uvećao. U poslednjoj dekadi razvoj finansijskog sektora je bio mnogo brži nego razvoj realnog sektora, a u razvijenim zemljama finansijska aktiva je višestruko veća od BDP. Ove tendencije su dovele do bolje alokacije kapitala, snižavanja troškova i niza drugih pozitivnih efekata. Ipak one su bile praćene i povremenim vrlo oštrim finansijskim krizama. Krize ponekad nisu pretile samo pojedinačnim zemljama i pojedinim regionima, već su nekada predstavljale pretnju i za globalnu ekonomiju. Ovakve tendencije su predstavljale prave izazove, a i prouzrokovale su znatne troškove, za kreatore ekonomske politike da ih na vreme indentifikuju i da pravilno procene rizike koje su nosile. One su ostavile značajne tragove, kako na nacionalnom, tako i na medjunarodnom bankarskom sistemu. Istovremeno pomenute strukturne promene su se odvijale mnogo brže, nego što se menjao supervizorski i regulatorni okvir.

Poslednjih decenija većina razvijenih zemalja se zalagala za liberalizam, koji je značio veći stepen slobode za privatne kompanije, manji stepen nadzora i regulacije, kao i veću ulogu tržišta. Postoji dosta dokaza u prilog hipoteze da finansijska tržišta ukoliko se prepuste samo tržištu neće automatski težiti optimalnom stanju. Takodje, nekompletne i asimetrične informacije mogu dovesti do pogrešne selekcije i formiranja neravnotežnih cena. Problem pogrešne selekcije, koji se javlja pre nego što je kredit odobren, ukazuje da firme sa najrizičnijim projektima imaju najveće podsticaje da potcene rizičnost svojih projekata u nameri da pronadju investitore. Problem moralnog hazarda, koji se javlja pošto je kredit odobren, ukazuje na

sklonost pojedinaca i/ili firme da sredstva koriste rizičnije nego što je želja banke. Stoga nije nimalo iznenadjujuće što su često finansijska tržišta nekompletna, a konkurencija imperfektna.

Priroda tržišnog sistema poslovanja je težnja ostvarenja što većeg profita, odnosno povećanja tržišnog učešća. Kada su u pitanju finansijske institucije maksimizacija profita može voditi potcenjivanju rizika, što predstavlja koren pojave krize. To se jasno može pokazati na primeru menadžera najvećih banaka. Naime, oni su imali pravo na izuzetno visoke bonuse i od više desetina miliona dolara ukoliko banka uspešno posluje, to jest ukoliko ima visok profit i povećava tržišno učešće. Takva priroda bonusa je automatski davala podsticaje menadžerima da traže načine kako da povećaju tržišno učešće. S obzirom da su mogućnosti za „otimanje" klijenata od konkurenata često relativno ograničene, mogući način povećanja učešća se odnosio na pridobijanje novih klijenata kojih do tada nije bilo na finansijskom tržištu.

To je značilo uključivanje rizičnijih klijenata koji nisu ispunjavali standardne uslove za dobijanje kredita. Na taj način su prividno svi „bili srećni". Menadžment banke jer je dobio visoke bonuse, akcionari banke jer su banke ostvarivale visoke profite, kao i klijenti kojima su ranije bili nedostupni krediti. Medjutim, ovde niko nije vodio računa o riziku, jer je svesno zanemareno da i u slučaju manjih turbulencija postoji opasnost da ovi klijenti neće moći da otplaćuju svoje kredite, što se upravo i desilo, u SAD, u trenutku kada je došlo do rasta varijabilnih kamatnih stopa i pada cena nekretnina.

Poslovanje banaka je vrlo osetljivo, jer ono može stvoriti veliku nestabilnost u svakoj zemlji. Čak i bankrotstvo male banke može generisati finansijsku nestabilnost, jer deponenti mogu biti zabrinuti za svoje depozite u drugim bankama, pa započeti proces masovnog povlačenja depozita. U savremenim uslovima prevagu je dobio koncept univerzalnog bankarstva, koji je doveo do ekspanzije bankarskih proizvoda, a time i rizika sa kojima se suočavaju banke.

Prema istraživanju Sinclaira (2001.) od 1000 finansijskih institucija godišnje u proseku preživi oko 960. Od preostalih četrdeset, trideset četiri se u formi preuzimanja ili merdžera priključi nekoj drugoj finansijskoj instituciji, a šest završi u procesu stečaja ili likvidacije. Sklonost ka bankrotstvu ili da budu preuzeta je mnogo veća kod manjih nego kod većih banaka, a dobra supervizija nesumnjivo produžava životni vek banaka. Medjutim, naravno u uslovima krize ove brojke se drastično menjaju.

5.2.2. Globalna finansijska kriza

Kriza je započela u Americi, sredinom prošle godine, koja je imala čitav niz ekonomskih problema i pre započinjanja krize - visok budžetski deficit, deficit tekućeg računa platnog bilansa, slabljenje dolara i dr. Finansijska kriza je započela na američkom hipotekarnom tržištu subprimarnih kredita. U pitanju je tržište na kojem se hipotekarni krediti odobravaju dužnicima sa sumnjivom kreditnom istorijom, to jest uglavnom onima kojima su krediti već jednom otpisani zbog nevraćanja ili onima čija visina plate nije dovoljna za normalno vraćanje rate. U pitanju je segment tržišta koji nije ni trebao da postoji, a njegovo postojanje je posljedica «nemilosrdne» konkurentske borbe. Kada su porasle kamatne stope zajmoprimci više nisu bili u mogućnosti da vraćaju svoje kredite. Istovremeno „pucanje cenovnog mehurića“[88] na tržištu nekretnina je dovelo do drastičnog pada cena nekretnina, tako da se dužnicima masovno isplatilo da ne vraćaju svoje kredite, već da dozvole bankama da putem hipotekarnog potraživanja preuzmu nekretnine.

Banke su u cilju naplate svojih potraživanja pristupile masovnoj prodaji nekretnina, što je rezultiralo u još većem padu cena nekretnina, a prevelika ponuda je onemogućila brzu prodaju nekretnina. Efekat je bio drastičan rast gubitaka banaka i bankrotsvo velikog broja banaka. Da je postojao samo ovaj tok kriza bi bila ograničena samo na Ameriku.

Medjutim, putem sekjuritizacije banke su svoja potraživanja po osnovu izdatih kredita pretvorile u druge oblike aktive, to jest hartije od vrednosti koje su bile vezane za otplatu ranije datih zajmova, a kao garanciju su imale hipoteku. Ove hartije od vrednosti su kupovale i banke iz brojnih drugih zemalja, a pre svega iz EU i razvijenih delova Azije.

Ovde treba ukazati i na negativnu ulogu medjunarodnih rejting agencija koje su davale visoke kreditne rejtinge pomenutim hartijama od vrednosti i na taj način dovele u zabludu potencijalne investitore. Kada je usled rasta kamatnih stopa i „pucanja cenovnog mehurića“ na tržištu kapitala veliki broj dužnika došao u situaciju da nije u mogućnosti da otplaćuje dugove nastupili su veliki problemi. Gubitke su

88 Cenovni mehurići označavaju situaciju kada cene nekog proizvoda rastu prebrzo, značajno iznad njegove realne vrednosti. Kao mehurić od sapunice koji se naduvava do odredjene granice i onda pukne, tako i cene rastu do odredjenog nivoa i onda dolazi do njihovog drastičnog pada

zabeležile i brojne druge banke i finansijske institucije koje nisu direktno bile angažovane na hipotekarnom tržištu, a trgovale su sa ovim hartijama od vrednosti. Na taj način kriza se proširila i izvan SAD.

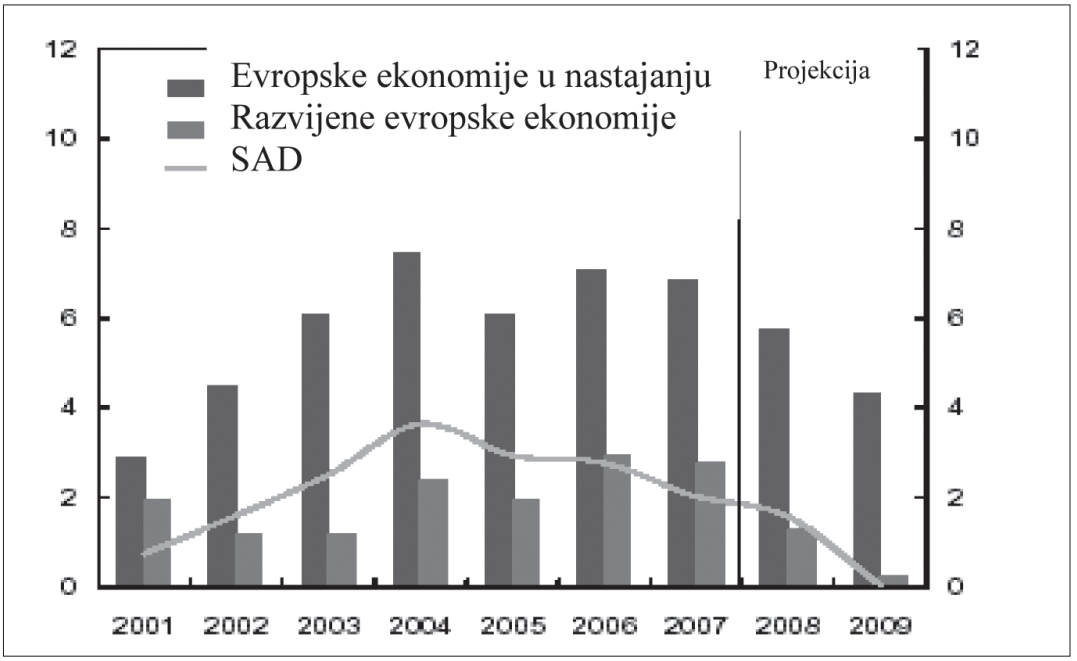
Posledica je bila kriza likvidnosti, porast kamatnih stopa u medjubankarskom kreditiranju, kao i opšte nepoverenje izmedju učesnika na kreditnom tržištu. Na finansijskim tržištima je nastupila panika, a da bi se posledice krize ublažile bila je neophodna intervencija centralnih banaka, pre svih FED-a i ECB-a. Kriza se brzo prenela na tržišta kapitala i razvijenih i zemalja u razvoju i privreda u tranziciji, koje je karakterisalo opadanje svih berzanskih indikatora, kao i prometa.

Posledice krize u razvijenim zemljama se reflektuju najviše u vidu: niže stope ekonomskog rasta, porasta nezaposlenosti, niže likvidnosti na tržištu kapitala, bankrotstva banaka i preduzeća i slabljenja poverenja u bankarski sistem. U zemljama u razvoju čiji se ekonomski rast oslanja na strane direktne investicije i koje imaju izvozno zavisnu ekonomiju posledice krize će se najviše osetiti u srednjem roku i ekonomije ovih zemalja biće suočene sa otežanim pristupom inostranim izvorima finansiranja, nižim prilivom stranih direktnih investicija, otežanim uslovima za dobijanje potrošačkih i investcionih kredita, a sve to zajedno vodi sporijem privrednom rastu.

Kriza koja je inicijalno pogodila finansijski sistem u drugoj polovini 2008. godine proširila se i na realni sektor. Rast nepoverenja, smanjenje likvidnih sredstava, poskupljivanje troškova finansiranja i teškoće nekadašnjih finansijskih giganata uticali su na usporavanje rasta razvijenih ekonomija. U prvom talasu najteže su bile pogodjene one grane čije je poslovanje u najvećoj mjeri zavisilo od kreditiranja, a to su svakako gradjevinarstvo, automobilska industrija, mašinska industrija i dr. Smanjivanje obima aktivnosti u ovim granama nužno se odrazilo i na njihove dobavljače poput metalske industrije, industrije gradjevinskih materijala, hemijske industrije, energetike i dr.

Pesimizam se potom preneo i na neke druge grane poput turizma, saobraćaja, trgovine i dr. Razvijene zemlje su suočene sa opadanjem nivoa ekonomske aktivnosti, rastom nezaposlenosti, kao i rastom budžetskih deficita. Sve ovo je uticalo na smanjene mogućnosti za ostvarivanje profita, tako da je na globalnom nivou došlo i do značajnog usporavanja tokova SDI. Kako je uticala kriza na opadanje bruto domaćeg proizvoda najbolje se može videti sa sledećeg grafika.

Grafik br. 5.2. - Stope rasta realnog BDP od 2001 – 2009. godine



Izvor: IMF, World economic outlook

Koliko je duboka kriza može se videti i iz toga da u bližoj prošlosti nije bilo ovakvih intervencionističkih mera u Americi, koja spada medju najveće zagovornike liberalne ekonomije. Mada ipak, treba imati u vidu da se u prošlosti u kriznim periodima, naročito tokom 30-ih i šezdesetih godina, SAD vodile intervencionističku politiku, koja nije bila u duhu liberalizma. Procenjuje se da je kao rezultat krize samo u Americi bankrotiralo preko 100 hipotekarnih banaka, a u toku 2008. godine 2,7 miliona amerikanaca je ostalo bez posla.

Mnogi su tekuću krizu poistovetili sa Velikom ekonomskom krizom iz tridesetih godina prošlog veka. Ipak, iako je u pitanju vrlo ozbiljna kriza, verovatno najveća posle pomenute Velike ekonomske krize, po svojim posledicama nije ni blizu Velikoj ekonomskoj krizi. Za četiri godine Velike ekonomske krize BDP SAD-a je opao za skoro 30%. Takodje, tokom Velike ekonomske krize stopa nezaposlenosti u SAD je porasla sa 3% na 25%. Svi ovi parametri nisu ni blizu tekućih kretanja u SAD, jer na primer stopa nezaposlenosti je na maksimumu iznosila 10%, dok pad BDP-a nijedne godine nije prelazio 3%.

Boks br. 5.1. - Programi vlada za podršku finansijskom sektoru

SAD su donele program pomoći vredan 700 miljardi dolara. Od ukupnog iznosa 250 miljardi je predvidjeno za otkup akcija banaka, koje će preći u državno vlasništvo, a 540 miljardi dolara je predvidjeno za otkup komercijhalnih hartija od vrednosti. Trezor je tokom naredne tri godine garantovao i sve nove dugove banaka, radi stimulisanja medjubankarskog kreditiranja. SAD garantuje sve beskamatne depozite (uglavnom MSP), a za ostale depozite je podignut limit sa 100 000 dolara na 250 000 dolara.

Francuska *je pripremila paket pomoći vredan 360 milijardi evra. Četrdeset milijardi je predvidjeno za državne kompanije da preduzmu delove u problematičnim bankama, a 320 milijardi evra je predvidjeno za garancije za nove zajmove sa rokom dospeća do 5 godina. Pored ovoga francuska vlada je najavila isplatu 10,5 milijardi evra grupi od šest najvećih nacionalnih banaka (Kredi agrikol 3 milijarde evra, BNP pariba 2,55 milijardi evra, S. Generale 1,7 milijardi evra, Kredit mutuel 1,2 milijarde evra, Kas Deparnje 1,1 milijarde evra, Bank Populer 950 miliona evra) radi prevazilaženja efekata finansijske krize. Kao uslovi za državnu pomoć predvidjena su ograničenja plata top menadžera, kao i njihovih bonusa.*

Nemačka *je pripremila paket pomoći vredan 500 milijardi evra. Četiristo milijardi evra je predvidjeno za garantovanje medjubankarskog kreditiranja, 70 miljardi za „čišćenje kontaminiranih" bilansa banaka, 20 miljardi za pokrivanje potencijalnih gubitaka po osnovu već izdatih garancija i 10 milijardi za preuzimanje problematične aktive. Kao uslov za državnu pomoć predvidjena je maksimalna menadžerska plata od 500 000 evra i ukidanje bonusa. Vlada garantuje sve depozite (prethodno su bili garantovani depoziti do 20 000 evra).*

Španija *je pripremila program pomoći vredan 100 milijardi evra. Celokupan iznos je predvidjen za garantovanje medjubankarskih pozajmica u 2008. godini. Predvidjena je mogućnost da država otkupljuje akcije banaka. Nivo garantovanih depozita je podignut sa 20 000 na 100 000 evra.*

Italija *je pripremila program pomoći vredan 20 milijardi evra. Nije specificirana konkretna namena sredstava, a ostavljena je mogućnost da se prema potrebi iznos odobrenih sredstava poveća, što je i uradjeno u novembru 2008. godine na ukupan iznos od 80 milijardi evra, ali ne samo kao pomoć finansijskom sistemu, već i kao pomoć privredi i gradjanima.*

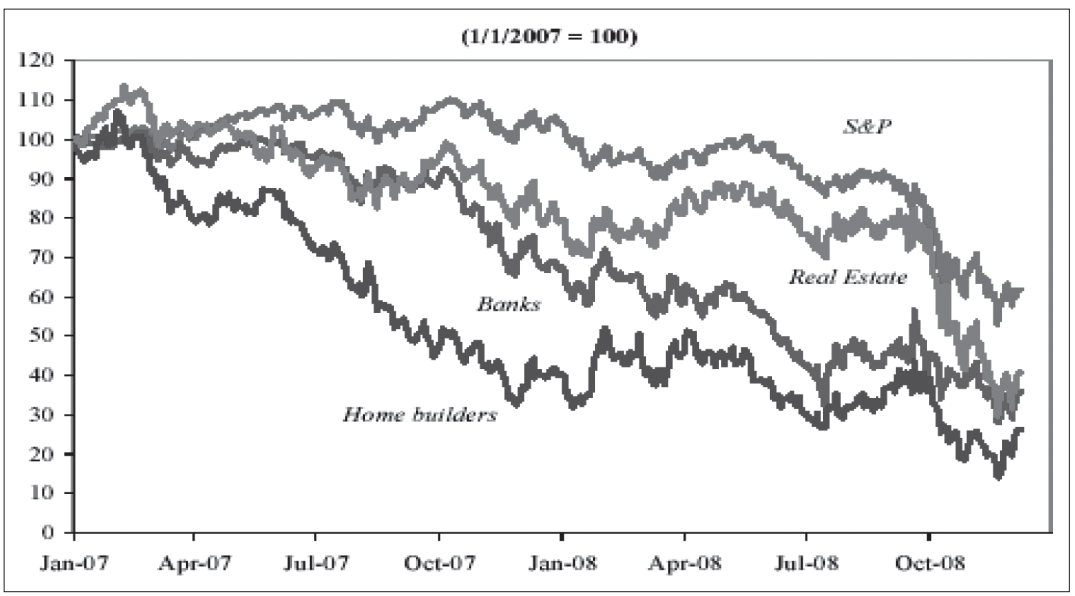
Austrija *je pripremila program pomoći vredan 100 milijardi evra. Od ukupnog iznosa 85 milijardi je predvidjeno za garancije za medjubankarske kredite, a 15 milijardi za rekapitalizaciju banaka. Nivo garantovanih depozita je podignut sa 20 000 na 100 000 evra.*

Holandija *je pripremila paket pomoći vredan 220 milijardi evra. Od ukupnog iznosa 200 milijardi je predvidjeno za garancije za medjubankarske kredite, a 20 milijardi evra za rekapitalizaciju banaka.*

Velika Britanija *je izdvojila 500 milijardi funti, kao garanciju za bankarske kredite i povećala kapital banaka za 50 milijardi funti. Britanska vlada je intervenisala sa 37 milijardi funti u cilju rekapitalizacije tri glavne banke (Royal bank of Scotland, HBOS i Loyds TSB).*

TRŽIŠTA KAPITALA - Finansijska kriza je uticala na opadanje svih berzanskih indeksa na tržištu kapitala. Oni su se privremeno oporavljali kao rezultat pojedinih pozitivnih najava, kao na primer odobravanja Američkog plana od 700 milijardi za pomoć finansijskom sistemu, ali je ostala nestabilnost kretanja reprezentativnih indeksa. Na sledećem grafiku je prikazano kretanje reprezentativnih berzanskih indeksa u Americi, tokom najvećeg udara krize, koji odslikavaju kretanje indeksa S & P, cena akcija banaka, cena akcija gradjevinskih kompanija koje se bave stanogradnjom i cena nekretnina. Ovaj grafik najbolje odslikava dubinu krize koja je pogodila Ameriku 2007. i 2008.

Grafik br. 5.3. Kretanje akcija na američkom tržištu kapitala



Boks br.5.2. - Najvažnije akvizicije banaka

Lista velikih banaka koje su bankrotirale ili preuzete je zaista impresivna. Na toj listi se nalaze neke od najvećih svetskih banaka, koje su u prethodnom periodu bile nosioci globalnog finansijskog sistema. U sledećoj tabeli su prikazane neke od najznačajnijih banaka koje su zapale u teškoće pa su morale biti preuzete.

Tabela. br. 5.2 - Izabrane akvizicije „velikih“ banaka

Naziv	Akviziter	Tip kompanije	Vrednost
Northern Rock	Her Majesty's Government	Hipotekarna i banka koja isključivo posluje sa stanovništvom	n.a.
Bear Stearns, New York City	JPMorgan Chase, New York City	Investiciona banka	$2,200,000,000
Catholic Building Society	Chelsea Building Society	Stambeno – štedna zadruga	£51,000,000
Countrywide Financial, Calabasas, California	Bank of America, Charlotte, North Carolina	Drugorazredni hipotekarni zajmovi	$4,000,000,000
Alliance & Leicester	Banco Santander SA	Hipotekarna i banka koja isključivo posluje sa stanovništvom	£1,260,000,000
Roskilde Bank	Danmarks Nationalbank (Danish Central Bank)	Hipotekarna i banka koja isključivo posluje sa stanovništvom	$896,800,000 (kr4,500,000,000)
Derbyshire Building Society	Nationwide Building Society	Stambeno – štedna zadruga	£7,100,000,000
Cheshire Building Society	Nationwide Building Society	Stambeno – štedna zadruga	£4,900,000,000
Merrill Lynch, New York City	Bank of America, Charlotte, North Carolina	Investicona banka	$44,000,000,000
American International Group, New York City	United States federal governmentA	Osiguravajuća kompanija	$85,000,000,000
Lehman Brothers, New York City B	Barclays plc	Investiciona banka	$1,300,000,000
HBOS	Lloyds TSB	Diversifikovane finansijske usluge	$21,850,000,000
Washington Mutual, Seattle, Washington	JPMorgan Chase, New York City	Štedno – kreditno udruženje	$1,900,000,000
Lehman BrothersC	Nomura Holdings	Investiciona banka	$2
Bradford & BingleyD	Her Majesty's Government (Mortgage Assets) Banco Santander SA (Savings Liabilities)	Diversifikovane finansijske usluge	£21,100,000,000

Fortis	Government of the Netherlands (Dutch assets including ABN AMRO) BNP Paribas (Belgian and Luxembourg assets)	Diversifikovane finansijske usluge	€11,200,000,000
Dexia	The Belgian, French and Luxembourg governments	Javne finansije i maloprodaja	n.a.
Wachovia, Charlotte, North Carolina	Wells Fargo, San Francisco, California F	Investiciono bankarstvo i retail	$15,000,000,000
Landsbanki	Icelandic Financial Supervisory Authority	Komercijalna banka	n.a.
Glitnir	Icelandic Financial Supervisory Authority	Komercijalna banka	n.a.
Kaupthing Bank	Icelandic Financial Supervisory Authority	Komercijalna banka	n.a.
BankWest (subsidiary of HBOS)	Commonwealth Bank of Australia	Banka	£1,200,000,000
Sovereign Bank, Wyomissing, Pennsylvania	Banco Santander SA	Banka	$1,900,000,000
Barnsley Building Society	Yorkshire Building Society	Stambeno – štedna zadruga	£376,000,000
National City Bank, Cleveland, Ohio	PNC Financial Services, Pittsburg, Pennsylvania	Banka	$5,580,000,000
Commerce Bancorp, Cherry Hill, New Jersey	Toronto-Dominion Bank, Toronto, Canada	Banka	$8,500,000,000
Scarborough Building Society	Skipton Building Society	Stambeno – štedna zadruga	n.a.

Izvor: CBCG, „Kvartalni izvještaj Glavnog ekonomiste za III kvartal 2008. godine", 2008.

5.3. MONETARNA POLITIKA U KRIZNIM USLOVIMA

Rad u uslovima finansijske krize predstavlja jedan od najstresnijih poslova za centralnog bankara. Kriza je bilo u prošlosti i biće ih u budućnosti. Na njihovu pojavu su uticali različiti faktori, a generalno kao što ističe L. Santa (2007) one su posledice neefikasnog i imperfektnog funkcionisanja finansijskih tržišta, kao i široko rasprostranjenih asimetričnih informacija. Centralne banke ne mogu sprečiti pojavu svih kriza, ali ono što mogu i moraju je da budu spremne da minimiziraju njihove troškove i da preventivno djeluju pre nego što se one pojave. Osnovni zadatak centralne banke je da preventivno deluje da spreči pojavu krize, odnosno da očuva stabilnost finansijskog sistema. Ipak, ukoliko se kriza pojavi centralna banka treba da iskorisiti sve raspoložive instrumente da minimizira njene negativne posledice i da doprinse njenom što bržem saniranju. U finansijskim krizama centralna banka postaje ključna institucija. Imajući u vidu globalni karakter finansijskog sistema, krize su sve manje nacionalne, a sve više globalne, što je potvrdila i globalna finansijska kriza. Zbog toga u kriznim uslovima sve veći značaj ima medjunarodna koordinacija monetarnih i ekonomskih politika uopšte.

Ključni zadatak koji imaju centralne banke u kriznim uslovima je da sačuvaju likvidnost sistema i spreče masovna bankrotstva banaka, da bi se očuvala finansijska stabilnost. U pitanju je važna lekcija koja je naučena tokom Velike ekonomske krize iz tridesetih godina prošlog veka. Tada su centralne banke potpuno pogrešno reagovale. Naime, vodjena je restriktivna monetarna politka i centralne banke su dozvolile masovna zatvaranja banaka i nisu preduzimala značajnije mere da bi neutralisale pad novčane mase. Smatralo se da je u pitanju tržišna „borba“ i da loše institucije treba da nestanu i da će na njihovo mesto doći zdrave institucije. Medjutim, masovni nestanak banaka je doveo do talasa panike i pritiska na ostale banke, što je još više produbilo krizu. Stoga u kriznim uslovima centralna banka treba da omogući pristup „jeftinim“ likvidnim sredstvima komercijalnim bankama, da bi se sačuvala stabilnost bankarskog sistema. U kriznim uslovima neophodne su dodatne olakšice za likvidnost, jer klasičan pristup iz stabilnih vremena nije adekvatan. Obično prvi korak u takvim uslovima predstavlja snižavanje referentnih kamatnih stopa i uvodjenje novih „linija“ za likvidnost. Upravo i na početku globalne finansijske krize većina centralnih banaka je reagovala snižavanjem referentnih kamatnih stopa, što je prikazano u sledećem boksu. Takodje, u zemljama u kojima postoji značajan iznos sredstava koje su komercijalne banke izdvojile u vidu stope obavezne rezerve, treba razmotriti i mogućnost za snižavanje obavezne rezerve, jer se na taj način bankama povećavaju raspoloživa likvidna sredstva.

Boks br. 5.3. Kretanje referentnih kamatnih stopa najvažnijih centralnih banaka tokom Globalne finansijske krize

ECB je 14. decembra 2011. godine smanjila referentnu kamatnu stopa za 0,25 procentnih poena, čime je po drugi put referentna kamatna stopa, nakon maja 2009. godine, dostigla istorijski minimum, i iznosi 1%. Tokom 2011. godine ECB je dva puta povećavala referentnu kamatnu stopu, usljed rastućih rizika po stabilnost cijena. Međutim, nakon redovnih ekonomskih i monetarnih analiza, ECB je odlučila da snizi kamatnu stopu.

ECB

Period [89]		Fiksne kamate (Nivo, %)
2011.	14. dec	1.00
	9. nov	1.25
	13. jul	1.50
	13. apr	1.25
2009.	13. maj	1.00
	8. apr	1.25
	11. mar	1.50
	21. jan	2.00
2008.	10. Dec	2.50
	12. Nov	3.25
	15. okt	3.75
2000.	9. Jun	4.25
	28. Apr	3.75
	17. Mar	3.50
	4. Feb	3.25
1999.	5. Nov	3.00
	9. Apr	2.50
	22. Jan	3.00
	4. jan	3.00
	1. Jan	3.00

89 Od juna 2000. do 15. oktobra 2008. godine nije mijenjana referentna kamatna stopa ECB

BANKA ENGLESKE

Banka Engleske je 5.03.2009. godine smanjila referentnu kamatnu stopu za pola procentnog poena na 0,50%, što predstavlja istorijski minimum. I tokom 2010. i 2011. godine Banka Engleske je zadržala kamatnu stopu na istorijski najnižem nivou, zanemarivši zabrinutost vlade povodom rastućih inflatornih pritisaka.

	Datum promjene	Stopa, %
2009.	5.3.	0.50
	5.2.	1.00
	8.1.	1.50
2008.	4.12.	2.00
	6.11.	3.00
	8.1	4.50
	10.04.	5.00
	7.02.	5.25
2007.	6.12	5.50

FED

FED je zbog problema na finansijskom tržištu koji su se prelili i na realnu ekonomiju, u decembru 2008. godine snizio referentnu kamatnu stopu na rekordno nizak nivo u rasponu od 0%-0,25%. FED je, u cilju jačanja sporog ekonomskog rasta SAD-a, zadržao referentnu kamatnu stopu na rekordno niskom nivou i u narednom periodu. FED je odlučio da ne mijenja kamatnu stopu sve dok postoji visoka stopa nezaposlenosti.

Datum	Promjena Bazičnih poena		Nivo, %
	rast	pad	
2008.			
16. dec	...	75-100	0-0.25
29. Okt	...	50	1.00
8. Okt	...	50	1.50
30. Apr	...	25	2.00
18. Mar	...	75	2.25
30. Jan	...	50	3.00
22. Jan	...	75	3.50
2007.			
11. Dec	...	25	4.25
31. Okt	...	25	4.50
18. Sep	...	50	4.75

Istovremeno neophodno je aktiviranje funkcije zajmodavca u krajnjoj instanci ukoliko klasični krediti za likvidnost nisu dovoljni da se prevazidju problemi. Preventivno reagujući centralna banka treba da značajan deo svojih rezervi prebaci u likvidan oblik, da bi ih u slučaju potrebe mogla blagovremeno staviti na raspolaganju bankarskom sistemu. Konvencionalno gledajući, uloga kreditora u krajnjoj nuždi uključuje osiguranje podrške likvidnosti samo prema visoko-kvalitetnom kolateralu. Medjutim, u kriznim uslovima visoko kvalitetnih kolaterala je vrlo malo, jer ukoliko ih poseduju onda ih i same banke mogu unovčiti. Stoga, tokom krize se moraju prihvatati i manje kvalitetni kolaterali. Tokom, globalne finansijske krize manje više sve centralne banke su to uradile, a kako je to bilo rešeno u najpoznatijim svetskim centralnim bankama prikazano je u sledećoj tabeli.

Tabela br.5.3. Kolaterali u izabranim centralnim bankama

	Klasifikacija raspoloživih instrumenata navedenih centralnih banaka[1]					
	Državne HoV[3]		Privatni instrumenti			
	Domaća valuta	Strana valuta	Korporativne obveznice	ABS[4]	Kratkoročne bankarske pozajamice	Bankarski krediti
Fed						
Operacije na otvorenom tržištu[2]	Dostupni	Dodani	Dodani	Dodani	Dodani	Dodani
Stalno raspoložive olakšice	Dostupni	Dostupni	Dostupni	Dostupni	Dostupni	Dostupni
ECB	Dostupni	Dodani	Prošireni	Dostupni	Prošireni	Dostupni
BoE	Dostupni	Prošireni	Dodani	Dodani	Nedostupni	Nedostupni
BoJ	Prošireni	Dodani	Prošireni	Prošireni	Nedostupni	Prošireni
BoC						
Operacije na otvorenom tržištu	Prošireni	Dodani	Prošireni	Nedostupni	Dodani	Dodani
Stalno raspoložive olakšice	Dostupni	Dodani	Dostupni	Nedostupni	Dostupni	Dodani
RBA	Dostupni	Nedostupni	Dodani	Dodani	Prošireni	Nedostupni

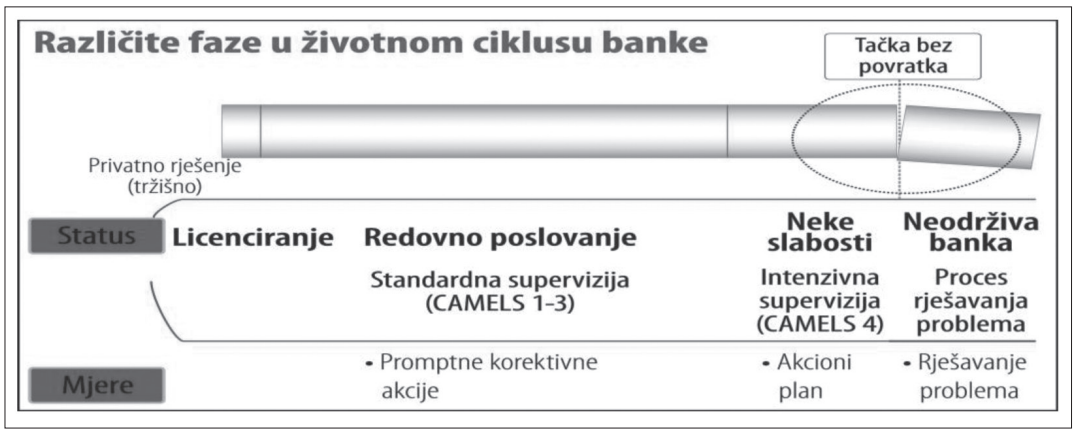
Izvor: IMF (2010), Central Banking Lessos from the Crisis, Washington.

***Napomena**: FED – Banka federalnih rezervi SAD,*
ECB – Evropska centralna banka, BoE – Banka Engleske,
BoJ – Banka Japana, BoC – Banka Kanade, RBA – Banka federalnih rezervi Australije

S obzirom da u kriznim uslovima raste nepoverenje u bankarski sistem i da se može očekivati povećano povlačenje depozita iz banaka, važno je da u trezoru centralne banke postoji dovoljno gotovinskih sredstava. Ukoliko kriza eskalira i zapreti bankrotstvu pojedinih banaka, potrebno je da centralna banka i Vlada zajednički razmotre plan za „spašavanje bankarskog sistema". U svakom slučaju preferirano rešenje, treba da bude tržišno rešenje, ali ono u kriznim uslovima često nije realna

opcija. Naime, u kriznim uslovima se sa jedne strane smanjuje interes za ulaganje zbog povećanog rizika, a sa druge strane u kriznim uslovima i bankrotstvo banaka koje nisu u kategoriji sistemski važnih može dovesti do pojave panike. Tada se obično preporučuje privremena nacionalizacija banke od strane države ili njena dokapitalizacija od strane države. Generalno posmatrano finansijska pomoć banci može biti data u vidu gotovinske "injekcije", zajma, kupovine aktive, plasmana depozita, dokapitalizacije ili nacionalizacije banke.

Pomoć centralne banke ili države je obično uslovljena i ona zahtijeva donošenje i implementaciju plana za rješavanje problema u banci, ograničavanje visine plata, zabrana isplate bonusa, suspendovanje prava akcionara, smenu menadžmenta i dr.



Slika 5.1. - Faze u životnom ciklusu banke

Stanje u problematičnim bankama treba da bude rešeno što je pre moguće kako bi se:

- sprečilo širenje panike,
- održala finansijska stabilnost i povjerenje javnosti u bankarski sektor i
- ograničili gubici po državu odnosno poreske obveznike.

Ponekad se u cilju rešavanja problema pristupa osnivanju tzv. „Bridž banke" (banka za posebne namene). U pitanju je privremena finansijska institucija, koja se osniva radi prijema depozita i zdrave aktive jedne ili nekoliko propalih banaka. Banka za posebne namene je tip sporazuma o kupovini i preuzimanju, u kome vla-

da sama privremeno deluje kao onaj koji preuzima, sve dok ne nastupi trenutak kada će ta institucija biti spremna za prodaju. Banci za posebne namene može se dozvoliti da preuzme sve ili neke segmente bankarskog poslovanja kao što je odobravanje novih kredita i prolongiranje postojećih kredita. Loša aktiva se likvidira ili se transferiše na neku kompaniju za upravljanje aktivom. Ako se očekuje da banka za posebne namene bude brzo prodata nekoj solventnoj banci, moguće je i rešenje da se u banku za posebne namene ne ubrizgava nikakav kapital, zahvaljujući čemu taj aranžman postaje potencijalno jeftin.

Kada se stanje u bankama brzo reši, troškovi su niži, a vrednost aktive i franšizna vrednost su zaštićene. Dozvoljavanje problematičnim bankama da nastave sa poslovanjem izaziva poremećaje na tržištu i povećava rizik. Odlaganje i odugovlačenje neminovno povećava troškove rešavanja pitanja problematičnih banaka.

Smatra se da je FED načinio krupnu grešku kada je dozvolio bankrotsvo „Liman braders" banke, koja je dovela do još bržeg širenja krize. Razlozi za ovu odluku nisu ni danas najjasniji, nakon više od 5 godina od izbijanja globalne finansijske krize. Propast „Liman bradersa" je produbila krizu poverenja u skoro svim američkim finansijskim institucijama. Preostale investicione banke, Goldman Sachs i Morgan Stanley, su došle pod ogroman pritisak i suočile su se sa rizikom da i one same bankrotiraju. Merrill Lynch je preuzela Banka Amerike, što se kasnije pokazalo da nije bila najbolja odluka za Banku Amerike. U kriznim uslovima bankrotstva banaka, ne vode pročišćavanju finansijskog sistema, već naprotiv produbljavanju krize.

U skoro svim razvijenim državama tokom globalne finansijske krize, direktna ubrizgavanja kapitala u sistemski značajne banke su rezultirala ili u *de jure* ili *de facto* nacionalizaciji velikih delova sistema finansijske intermedijacije. Postalo je jasno da u vanrednim okolnostima kreditne krize, tradicionalni set alata centralnog bankarstva je neadekvatan. Kako je sve više banaka pokušavalo da proda svoje kolaterale, cene su dalje padale, i problemi likvidnosti su se pretvorili u ozbiljne probleme vezane za solventnost. U takvim uslovima centralne banke su se odmakle od poznate, istorijske, uloge kreditora u poslednjoj instanci i bilo je potebno da gledaju druge nekonvencionalne instrumente.

Ukoliko centralna banka i vlada ne raspolažu dovoljnim iznosom sredstava za sanaciju krize, opcija koju treba razmotriti je zaključivanje aranžmana sa MMF-om. Tokom, globalne finansijske krize MMF je relativno brzo reagovao i obezbedio spasonosna sredstva velikom broju zemalja. Važan pravac akcije predstavljaju i mere iz tzv. „psihološkog arsenala", preko kojih se utiče na smirivanje „panike". Od ključnog

značaja je krizni „PR", koji preko saopštenja, nastupa u medijima i izborom adekvatnih instrumenata treba da nastoji da smiri paniku i kod običnih gradjana i na finansijskim tržištima. U ovu kategoriju instrumenata spada i povećavanje iznosa garantovanih depozita, da bi se smanjio odliv depozita iz banaka. EU je tokom krize povećala iznos garantovanih depozita prvo sa 25 000 eura na 50 000, pa potom na 100 000 eura. Iako većina zemalja nije imala sredstva kojima bi garantovala sve osigurane depozite, ove mere su imale značajno pishološko dejstvo i usporile su odliv depozita. U slučaju pojave „osiguranog slučaja", bitno je da se obezbedi brza isplata garantovanih depozita, da se ne bi širila panika.

Naročito je opasna pojava da ljudi stoje u redovima izvan banaka da bi podigli svoj novac. Tokom, jedne od prethodnih kriza SAD su taj problem rešile na taj način što je postavljen veliki broj bankomata, bukvalno „preko noći", što je omogućilo da se ne formiraju redovi. U kriznim uslovima se može primeniti i čitav niz drugih nekonvecionalnih instrumenata u saradnji centralne banke i vlade poput: garantovanja medjubankarskih kredita, otkupa loše aktive, privremenih ograničenja kapitalnih tokova, otkupa privatnih i državnih HOV od strane centralne banke i dr. Bitno je da centralna banka i vlada deluju koordinirano, jer se na taj način pozitivno utiče na očekivanja.

U stabilnim uslovima centralne banke treba da pripremaju „kontidženci planove" (planove za delovanje u vanrednim uslovima). Cilj plana je da omogući centralnoj banci da na efikasan, efektivan, konzistentan i sveobuhvatan način djeluje u slučaju nepredviđenih okolnosti, odnosno krize pojedine banke ili sistemske krize. Planom se obično definišu sledeća pitanja:

- krizni događaji koji uključuju Centralnu banku,
- definisanje indikatora ranog upozorenja,
- principi upravljanja krizom,
- preventivno djelovanje,
- sprečavanje i ublažavanje posledica krize,
- strategije za upravljanje bankama u krizi,
- krizni scenariji,
- komunikacija tokom krize i
- vežbe simulacije krize.

Ključni zadatak centralnih banka treba da bude preventivno reagovanje da se spreči kriza i ugrožavanje finansijske stabilnosti. Stoga u cilju obezbeđivanja najranije moguće identifikacije simptoma krize centrala banka treba da u kontinuitetu analizira makroekonomsko okruženje; analizira i ocjenjuje sistemske faktore rizika; analizira i ocjenjuje finansijsko stanje u svim bankama u sistemu; sprovodi stresno testiranje banaka; na bazi prikupljenih informacija blagovremeno identifikuje problematične banke i zahtijeva od banaka da dostave planove za nepredviđene situacije i planove za oporavak. Centralne banke treba da naročitu pažnju poklone prebrzom rastu pojedinih banaka, pojavi cenovnih mehurića na bilo kom segmentu tržišta, upravljanju rizicima od strane bankarskog sistema, kao i kretanju lividnosti i solventnosti svake pojedinačne banke.

U prethodnom periodu centralne banke su bile dominantno fokusirane na očuvanje cenovne stabilnosti i kao što se ističe u radnoj studiji MMF-a „Lekcije za centralne banke iz krize“ (2010) nisu se u dovoljnoj meri fokusirale na razvoj finansijskog sistema i ranjivosti koje su se gomilale u njemu. Iako su centralne banke prepoznavale pojavu cenovnih mehurića, smatralo se da se na njih ne treba reagovati instrumentima monetarne politike, što je olakšalo kumuliranje poremećaja. Stoga će u narednom periodu biti neophodan novi pristup monetarnoj politici i ciljevima monetarne politike.

VI GLAVA

EKONOMSKA POLITIKA SRBIJE

Cilj šeste glave

Cilj šeste glave je da saznate sledeće:

- **Koji su najvažniji izazovi za ekonomsku politiku Srbije**
- **Koji režim monetarne politike primenjuje Srbija, instrumente monetarne politike i ostvarene rezultate**
- **Kako se sprovodi fiskalna politika u Srbiji i ključne pravce fiskalne konsolidacije**

6.1. UTICAJ KRIZE NA SRBIJU

Globalna finansijska kriza je dovela veliki broj razvijenih zemalja u recesiju. Srbija je mala ekonomija sa značajnim učešćem spoljnotrgovinske razmene u BDP-u stoga su se na nju »preslikale« sve promene koje se dešavaju na globalnom nivou. Jasno je da su najranjivije one zemlje koje imaju visok budžetski deficit, one koje su visoko zadužene, koje imaju visok deficit tekućeg računa i koje imaju probleme sa deviznim kursom. Srbija ima probleme sa svim ovim indikatorima. Kada su u pitanju očekivanja za 2014. godinu moramo istaći da postoji izuzetno visok stepen neizvesnosti, tako da na primer medjunarodne finansijske institucije često koriguju svoje prognoze. U ovom trenutku najverovatnije je da će Srbija ostvariti malu pozitivnu stopu rasta BDP-a. Negativni uticaji globalne finansijske krize i recesija velikog broja industrijalizovanih zemalja pogodila je Srbiju kroz više kanala. Sve potencijalne uticaje nije moguće navesti, a kao neki od najvažnijih mogli bi se navesti sljedeći:

1. Strane direktne investicije. Zbog postojeće situacije u kojoj će kreditna sredstva biti skuplja i njihova ponuda ograničena realno je očekivati manji priliv stranih direktnih investicija, kao i stranih portfolio investicija. Posledice toga će biti:

a) Manji priliv strane valute u kombinaciji sa inflacionim očekivanjima će uticati na slabljenje domaće valute ukoliko ne budu prisutne intervencije NBS. Dosadašnje intervencije NBS su rezultirale samo u usporavanju gubljenja vrednosti dinara. Ono i nije bilo iznenadjujuće, s obzirom da je u periodu septembar 2005 – septembar 2008 kumulativan porast cena na malo iznosio oko 30%, a u istom periodu kurs dinara je u odnosu na evro ojačao za oko 10%. Kako iza ovog gepa nije stojala «jaka» privreda, jasno je da je bilo pitanje vremenskog trenutka kada će doći do „peglanja“ ovog gepa. Slabljenje dinara sa svoje strane vodi rastu inflacionih očekivanja i inflaciji, a u 2013. godini ponovo imamo tendenciju da je, ponovo, stopa inflacije viša od depresijacije kursa

b) Niže cene akcija. Povlačenje stranih portfolio investitora dovelo je do gotovo potpunog zastoja trgovine na beogradskoj berzi i izvesno je da se ona neće tako broz oporativi.

c) Niže cene nekretnina između ostalog stvaraju probleme firmama iz sektora građevinarstva, posebno zbog njihove kreditne zaduženosti. Problemi se, javljaju i za banke, koje teže mogu naplatiti te kredite.

2. Zaduživanje banaka u inostranstvu će biti skuplje, a raspoloživa sredstva značajno manja. Kreditna sredstva iz inostranstva su predstavljala jedan od najvažnijih izvora kreditne ekspanzije u prethodnim godinama. Bankarski sektor će biti svakako jedan od sektora koji je najteže pogodjen krizom. U 2013. godini nivo kreditne aktivnosti je u opadanju, a u sledećoj godini možemo očekivati:

a) Viši nivo aktivnih kamatnih stopa. To znači skuplje kredite, kao i rast rata onima koji su se zaduživali po varijabilnim kamatnim stopama. Istovremeno više kamatne stope uvek znače i manji nivo domaćih investicija.

b) Visoke pasivne kamatne stope, jer će banke na ovaj način nastojati da privuku slobodna novčana sredstva da bi povećale svoj kreditni potencijal, a više pasivne kamatne stope se takodje reflektuju i u višim aktivnim stopama. Visoke pasivne kamatne stope su često signal ugrožene likvidnosti banaka.

c) Manja ponuda kredita – uticaće dodatno na opadanje cena nekretnina i akcija, a firmama će biti otežano finansiranje proizvodnje. Moguć je i negativni uticaj na likvidnost privrede, a naročito velika opasnost može biti kreiranje efekta lančane nelikvidnosti, koji se u izuzetno nepovoljnom scenariju može preliti i na nelikvidnost bankarskog sistema.

d) Rast nekvalitetne aktive – izvesno je da jedan broj preduzeća usled značajno otežanih uslova poslovanja neće biti u mogućnosti da vrati svoje kredite, što će voditi rastu nekvalitetne aktive kod banaka.

3. Grane koje su negativno pogođene:

a) Industrija metala - Na svetskim berzama je značajno opala cena gotovo svih bazičnih metala, koja je značajan broj firmi iz metalske industrije uvela u zonu gubitka, tako da će prirodna reakcija biti smanjivanje obima proizvodnje i otpuštanje radnika. Istovremeno smanjivanje obima proizvodnje grana tradicionalnih kupaca proizvoda metalske industrije, poput autoindustrije, dodatno će otežati položaj metalske industrije Srbije.

b) Građevinski sektor – će značajno pogoditi opadanje cena i nivoa tražnje. Manji negativni efekat će biti po osnovu opadanja cena, jer još uvek postoji značajna razlika između prodajne cene i cene koštanja. Mnogo veći negativan efekat se može očekivati po osnovu opadanja tražnje, jer će biti manje stambenih kredita i manje kupaca iz inostranstva.

c) Izvozni sektor – s obzirom da se EU, naše najvažnije izvozno tržište, još uvek

nije oporavilo od krize onda će biti mnogo teže prodati domaće proizvode, jer tražnja neće biti na zadovoljavajućem nivou. Ovo će negativno uticati i na deficit tekućeg računa platnog bilansa.

d) Turizam je grana koja se poslednjih godina ubrzano razvija. Izvesno je da će u uslovima kada značajan broj radnika, širom sveta, ostaje bez posla ili sa manjim platama opasti broj platežno sposobnih turista. To će svakako uticati na opadanje broja stranih turista, a indirektno će biti pogođena i država, zbog manjih prihoda, kao i ostale povezane grane (transport, poljoprivreda, prehrambena industrija i dr.).

4. Ostali negativni efekti:

a) Rast nezaposlenosti - kao posledica problema sa kojima će se suočiti veliki broj preduzeća postoji realna opasnost da se nastavi tendencija otpuštanja radnika. Ovo može biti naročito izraženo u preduzećima koja su i pre pojave krize imala višak radnika.

b) Budžetski deficit - kao posledica svega navedenog, imajući u vidu isuviše ekspanzivan budžet nije nerealno očekivati da budžetski deficit bude veći od planiranog.

c) Širenje problema nelikvidnosti u privredi – usled smanjene ponude kredita, otežane prodaje proizvoda i ostalih navedenih efekata zaoštriće se problem likvidnosti privrede. Naročito opasna situacija može biti stvaranja lanca nelikvidnosti.

5. Pozitivni efekti

Mogući su i određeni pozitivni efekti: niže cene proizvoda koje Srbija uvozi. Najznačajnija je nafta, koja kao energent, pored direktnog, ima i jak indirektan uticaj na nivo cena. Cena nafte na kraju 2013. godine je na značajno nižem nivou nego tokom 2007 i 2008. godine, pred izbijanje i širenje krize. Smanjenje lične potrošnje, tj uvoza roba široke potrošnje, može uticati na poboljšanje deficita tekućeg računa platnog bilansa. Takođe, određeni pozitivni efekti se mogu očekivati i kada je u pitanju inflacija, pre svega kao rezultat opadanja cena energenata, hrane i nekih proizvoda široke potrošnje, ukoliko oni ne budu kompenzovani značajnim povećanjem kontrolisanih cena radi otklanjanja cenovnih dispariteta.

U nastavku teksta ćemo pogledati kakve najvažnije ekonomske politike (monetarnu i fiskalnu) sprovodi Srbija imajući u vidu ovakav ambijent.

6.2. MONETARNA POLITIKA SRBIJE

6.2.1. Monetarni režim Srbije

Na sednici održanoj 30. avgusta 2006. godine Monetarni odbor Narodne banke Srbije je usvojio nove mere i principe za vođenje monetarne politike. Novi monetarni okvir se primenjuje od septembra (2006. godine) i u pitanju je režim inflacionog targetiranja. Kao ciljna stopa inflacije utvrđena je zona od 7% do 9% za 2006. godinu, kao i zona od 4% do 8% za 2007. godinu. Ciljanu stopu inflaciju NBS nastoji da ostvari preko korekcija kamatne stope koje se primenjuju na dvonedeljne repo operacije. Ostali instrumenti monetarne politike, kao što su emisija hartija od vrednosti duže ročnosti ili obavezna rezerva, imaju pomoćnu ulogu u ostvarenju ciljne stope inflacije. Njihov cilj je da doprinesu nesmetanoj transmisiji glavne referentne kamatne stope. Takođe, devizne rezerve bi trebalo da se u novom okviru, koriste retko samo ukoliko se iscrpe ostale mogućnosti da se preko referentne kamatne stope deluje na inflaciju, ali se ne utvrđuju nikakve ciljne numeričke vrednosti za devizni kurs.

Razlozi za prelazak na novi režim su posledica očekivanih strukturnih promena, većeg stepena otvaranja prema EU i visokog stepena eurizacije, koji doprinose izuzetno brzoj transmisiji inflatornih šokova. Procena Narodne Banke Srbije je da u takvim uslovima režim fiksnog deviznog kursa ili targetiranje monetarnih agregata ne mogu da obezbede stabilnu i nisku stopu inflacije. Novi monetarni okvir je usvojen kao deo programa koji za cilj ima:

Da stvori okruženje koje karakteriše niska i stabilna stopa inflacije, usklađena sa kriterijumima predviđenim za proces pristupanja EU, da podstakne upotrebu domaće valute i poveća poverenje u domaću valutu, da poveća fleksibilnost i prilagodljivost na privremene domaće i spoljne šokove, kao i promene ambijenta koje se očekuju u toku procesa pristupanja Srbije EU.

U dilemi da li inflacioni target treba da objavi NBS, Vlada ili zajednički, izabrana je opcija da NBS samostalno objavi inflacioni target, a kasnije se prešlo na opciju zajedničkog objavljivanja inflacionog targeta. Srbija je kao i većina drugih privreda u tranziciji prešla na ovaj režim u uslovima poboljšanih makroekonomskih performansi – smanjenog učešća javnog duga u BDP-u, budžetskog suficita i jednocifrene stope inflacije.

Kao indeks cena koji je predmet targetiranja izabrana je bazična stopa inflacije. Iz obračuna bazične stope inflacije isključeni su sledeći proizvodi: sveže povrće, voće, jaja, riba, hleb, mleko, cigarete, električna energija, ugalj, ulje za loženje, lekovi, derivati nafte, komunalno-stambene usluge, TV pretplata, usluge društvene zaštite, saobraćajne i PTT usluge. To faktički znači da su isključene cene onih usluga koje su pod kontrolom države, pod uticajem sezonskih faktora ili rezultata kretanja na međunarodnim berzama. Ovakvim izborom indeksa su isključene cene onih proizvoda na koje ne može uticati monetarna politika i time se smanjuje rizik od neostvarenja inflacionog targeta. Takođe, većina zemalja na početku primene ovog režima se opredelila za bazičnu stopu inflacije. Međutim, nešto kasnije se prešlo na targetiranje indeksa potrošačkih cena, jer se pokazalo da bazična stopa inflacije može značajno odstupati od inflacije (indeksa potrošačkih cena).

NBS ciljanu stopu inflacije postiže korekcijama kamatne stope koja se primenjuje na dvonedeljne repo operacije, koja je glavna referentna stopa i ključni monetarni instrument. Ostali intrumenti monetarne politike imaju sporednu ulogu, tj. doprinose nesmetanoj transmisiji referentne kamatne stope na tržište i uravnoteženju finansijskih tržišta bez ugrožavanja stabilnosti finansijskog sistema. Suština delovanja transmisionog mehanizma sastoji se u tome da se monetarnom politikom preko tržišta novca i finansijskog tržišta deluje na tržište roba i usluga, a zatim i na agregatnu tražnju, proizvodnju i cene. Referentna kamatna stopa deluje na inflaciju preko dva kanala: nominalnog i realnog. Nominalni kanal se ispoljava preko nominalnog deviznog kursa (brz i dominantan), a realni kanal se odražava kroz realnu ekonomiju preko jaza realnog deviznog kursa i realne kamatne stope (ovaj kanal je spor, ali deluje).

Ipak, dilema koja ostaje je da li je u uslovima široko rasprostranjene neformalne eurizacije (smanjuje delotvornost monetarne politike), nedovoljno razvijenog tržišta novca i kapitala referentna kamatna stopa dovoljno "snažna" da utiče na obaranje inflacionih očekivanja. U svom istraživanju J. Dimitrijević je došla do zaključka da u periodu od godinu dana referentna kamatna stopa nije imala značajniji uticaj na rast kredita.[90] Kada je krajem 2007. godine i početkom 2008. godine došlo do rasta političke nestabilnosti, dolazilo je i do promena nivoa deviznog kursa, isto se dogadjalo pod uticajem globalne finansijske krize krajem 2009. godine, tokom 2010. godine, u prvoj polovini 2012. godine itd. U takvim uslovima pokazalo se da i

90 Dimitrijević, J., (2007), "Monetarna politika – kanali transmisije na cene: godinu dana ciljanja inflacije", Kvartalni monitor, br. 10, FREN

pored povećanja referentne kamatne stope NBS nije uspela da obori inflaciona očekivanja, tako da je bila prinudjena da interveniše na deviznom tržištu.

Preduslov za primenu inflacionog targetiranja predstavlja visok stepen nezavisnosti centralne banke. Stiče se utisak da je to faktor visokog rizika po primenu inflacionog targetiranja u Srbiji. Iako, posmatrano kroz zakonsku regulativu NBS ima zadovoljavajući stepen nezavisnosti, stepen stvarne nezavisnosti se može oceniti nezadovoljavajućim. To se može najbolje videti preko broja guvernera koji su obavljali ovu funkciju od oktobra 2000. godine do danas. Do novembra 2000. godine funkciju guvernera je obavljao Vlatković, da bi potom bio smenjen i imenovan je Dinkić, koji je potom smenjen i imenovana je Udovički u julu 2003. godine, koja je podnela ostavku i na njeno mesto je postavljen Jelašić u februaru 2004. godine. Nakon formiranja nove Skupštine tokom 2007. godine ponovo su bile dileme oko izbora guvernera, ali je postojećem guverneru potvrdjen mandat. Jelašić je ipak 2010. godine podneo ostavku i na njegovo mesto je imenovan Šoškić, koji je nakon parlamentarnih izbora u 2012. godini i promene vlasti podneo ostavku i na mesto guvernera je imenovana Tabakovićka. U periodu od dvanaest godina, što je kraće od jednog mandata predsednika FED-a, promenjeno je 6 guvernera, što je jasan indikator nedovoljnog nivoa nezavisnosti NBS i može predstavljati potencijalnu opasnost za efikasno vodjenje monetarne politike.

Važan preduslov za uspešnu primenu ovog režima je visok kredibilitet kreatora monetarne politike, jer se ovaj režim u velikoj meri bazira na verovanju da će targetirana stopa inflacije biti i ostvarena. Iako iz godine u godinu raste kredibilitet monetarne politike, ipak se može oceniti da je on još uvek nezadovoljavajući, jer su u sećanjima ekonomskih subjekata još uvek prisutne brojne hiperinflatorne epizode iz kraja osamdesetih i početka devedesetih, kao i problem stare devizne štednje. Tako da finansijska tržišta na svaku naznaku nestabilnosti reaguju „bekstvom“ iz domaće valute, to jest povećanom tražnjom za stranom valutom, što vodi naglim skokovima nivoa deviznog kursa, koji se onda nužno moraju „peglati“ intervencijama na deviznom tržištu.

Dilema je i da li kretanje deviznog kursa „snažnije“ utiče na stopu inflacije od referentne kamatne stope. Istraživanja koja su rađena u NBS su takođe potvrdila visok stepen uticaja deviznog kursa na cene. Rezultati koji su dobijeni na osnovu analize rađene za period od 2001. godine ukazuju na koeficijent elastičnosti u kratkom roku od 0,3, a u dugom roku 0,6 što sugeriše da se promene deviznog kursa veoma brzo odražavaju na cene.

Pad vrednosti nacionalne valute direktno utiče na kretanje nivoa cena. Tada se obično pokreće sledeća spirala:

RAST DEVIZNOG KURSA >> RAST PLATA I TROŠKOVA >>
>> RAST INFLACIJE >> RAST DEVIZNOG KURSA

Naime, uvozni proizvodi postaju skuplji i oni utiču na rast cena i ostalih proizvoda, bilo zbog toga što imaju uvoznu komponentu ili zbog efekta ugledanja. Medjutim, ovaj efekat na rast nivoa cena nije prisutan u kratkom roku, već se on pre svega može pratiti u dugom roku. To znači da je u pojedinim godinama moguće odstupanje kretanja nivoa cena od nivoa deviznog kursa, medjutim u dugom roku dolazi do prilagodjavanja ovih veličina. Naime, svi oni proizvodi koji imaju uvoznu komponentu mogu u kratkom roku zadržati nepromenjene cene na uštrb trgovinske marže, ali i mogućnosti smanjenja marže ima svoje granice, jer se u protivnom ulazi u zonu gubitka.

Naročito opasno može biti značajno gubljenje vrednosti kursa dinara u relativno kratkom roku, jer može voditi porastu brzine opticaja novca, što ima isti efekat, kao kada se poveća količina novca u opticaju, što direktno vodi rastu inflacije. U ovakvim uslovima gubljenje vrednosti kursa dinara, može biti i rezultat psiholoških efekata. Naime, kod nas i na najmanje promene nivoa deviznog kursa dolazi do paničnih reakcija. To je posledica monetarnih udara iz devedesetih, kada je devizni kurs preko noći drastično "skakao". S obzirom na još uvek prisutna sećanja na ovaj period ekonomski subjekti često reaguju panično nastojeći da se što pre „oslobode" domaće valute da njihova imovina ne bi bila obezvredjena.

Kritičan faktor uspešnosti inflacionog targetiranja predstavlja visok stepen transparentnosti monetarne politike i "ofanzivan" nastup u javnosti. Vreme kada su centralne banke bile tradicionalno zatvorene institucije i kada je do javnosti dolazio vrlo mali broj strogo selektiranih informacija je prošlo. Na povećanje transparentnosti centralnih banaka značajno je uticalo inflaciono targetiranje, koje je dovelo do regularne komunikacije između javnosti i centralne banke. "Ofanzivna" medijska kampanja je važna da bi se javnost ubedila da je moguće ostvariti targetiranu stopu inflacije i da se na taj način utiče na snižavanje inflacionih očekivanja. Takođe, nedovoljan nivo transparentnosti rađa sumnju da li centralna banka vodi politiku u opštem interesu. U jednom broju zemalja usvojeni su zakoni o slobodi informacija,

koji onemogućavaju centralnim bankama tajnost u radu i skrivanje dokumenata. Nakon uvodjenja ovog režima značajno je povećan nivo transparentnosti rada NBS, a na to je i značajno uticalo pokretanje nove publikacije – „Izveštaja o inflaciji“.

Takođe primena režima inflacionog targetiranja podrazumeva i odgovornost u slučaju ne ostvarivanja ciljeva. Ova pretpostavka je prisutna u teoriji, ali odgovornost nije predviđena u svim zemljama koje koriste ovaj režim. U Srbiji u početku nije postojala nikakva odgovornost, a potom je preuzet „Engleski model“, koji predvidja da u slučaju da inflacija duže od šest meseci odstupa od targetiranog nivoa, tada guverner mora da napiše otvoreno pismo Vladi o razlozima odstupanja inflacije od targetiranog nivoa, kao i šta planira da po tom pitanju preduzme NBS.

Na sledećem grafiku su prikazani inflatorni targeti i njihovo ostvarenje.

Grafik br. 6.1. Ciljana i ostvarena stopa inflacija

Godina	Targetirana inflacija (u %)	Ostvarena inflacija (u %)
2006.	7-9	5,9
2007.	4-8	5,4
2008.	3-6	10,1
2009.	6-10	6,6
2010.	4-8	10,3
2011.	3-6	7
2012.	2,5-5,5	12,2
2013	2,5-5,5	

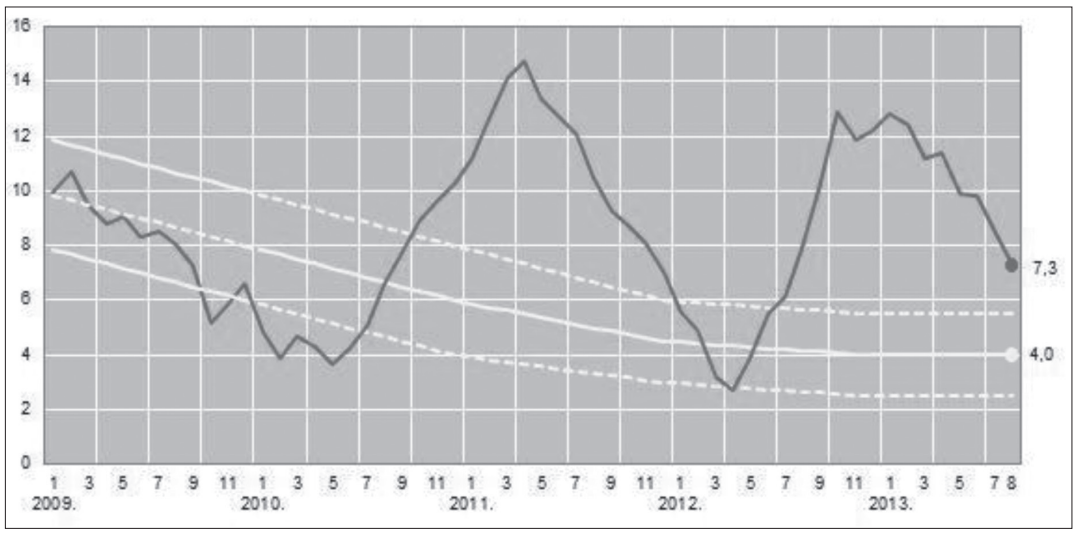
***Napomena**: * - očekivana stopa inflacije*

Kao što se može videti iz tabele do sada targetirana stopa inflacije nije ostvarena četirit puta, a u okvirima inflatornog targeta se nalazila tri puta. Takodje, treba imati u vidu da je u 2006. godini inflatorni target postavljen u avgustu, tako da ostvarenje za ovu godinu nije bilo rezultat uspešne monetarne politike, jer su vremenska kašnjenja u slučaju monetarne politike duža od četiri meseca. Takodje, u 2007. godini ostvarenje inflatornog targeta je bilo rezultat povoljnih eksternih okolnosti, to jest izuzetno visokog priliva stranog kapitala i po tom osnovu apresijacije deviznog kursa. U godinama u kojima su bili prisutni prebačaji inflatornog targeta, često su bile prisutne velike fluktuacije deviznog kursa, koje su prouzrokovale česte i „masivne“ intervencije NBS na deviznom tržištu. Treba napomenuti da režim targetiranja inflacije podrazumeva politiku slobodnog fluktuiranja deviznog kursa. Stoga tabela jasno pokazuje da je targetirana stopa inflacije ostvarivana samo u go-

dinama u kojima je bio visok priliv stranih direktnih investicija i koje su bile stabilne sa makroekonomskog aspekta.

Ukoliko se postmatra ciljana i ostvarena inflacija po mesecima situacija je nešto povoljnija (grafik 6.1.), ali treba imati u vidu da se kao cilj monetarne politike uvek odredjuje inflacija na kraju godine.

Grafik br. 6.1. Ciljana i ostvarena inflacija po mesecima (međugodišnji rast u %)

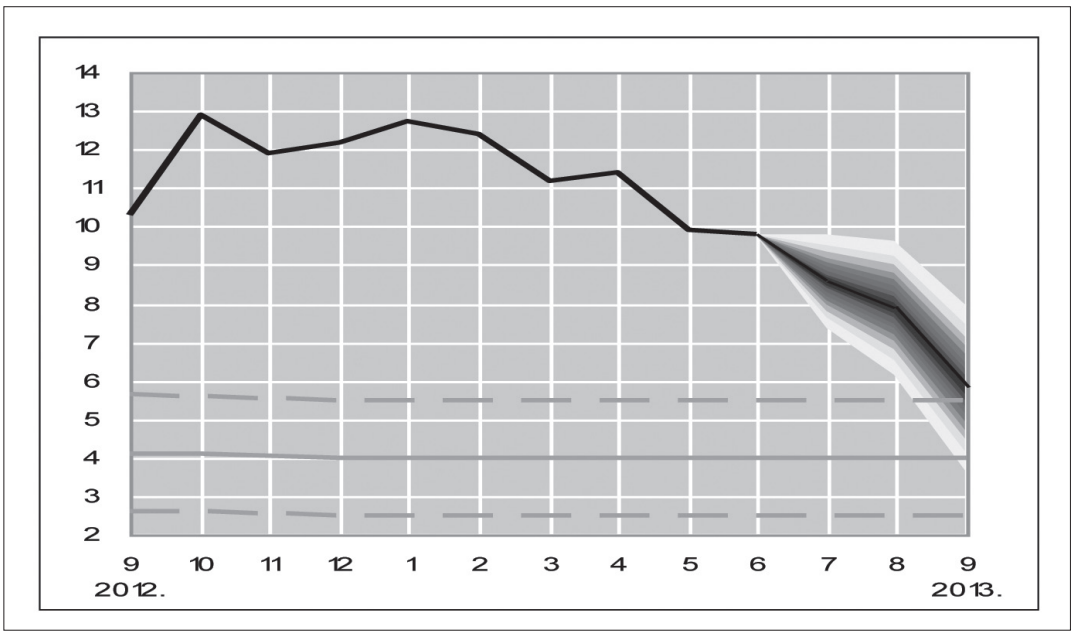


Izvor: Narodna banka Srbije

***Napomena**: isprekidane linije predstavljaju donju i gornju granicu dozvoljene fluktuacije*

Velika dilema je da li će i u ovoj godini (2013) biti ostvaren inflatorni target (2,5 – 5,5). Međugodišnja stopa inflacije u avgustu je iznosila 7,3%, a NBS očekuje opadanje stope inflacije u poslednjem kvartalu. Očekivano kretanje inflacije se može prikazati na sledećem grafiku.

Grafik br. 6.2 Kratkoročna projekcija stope inflacije

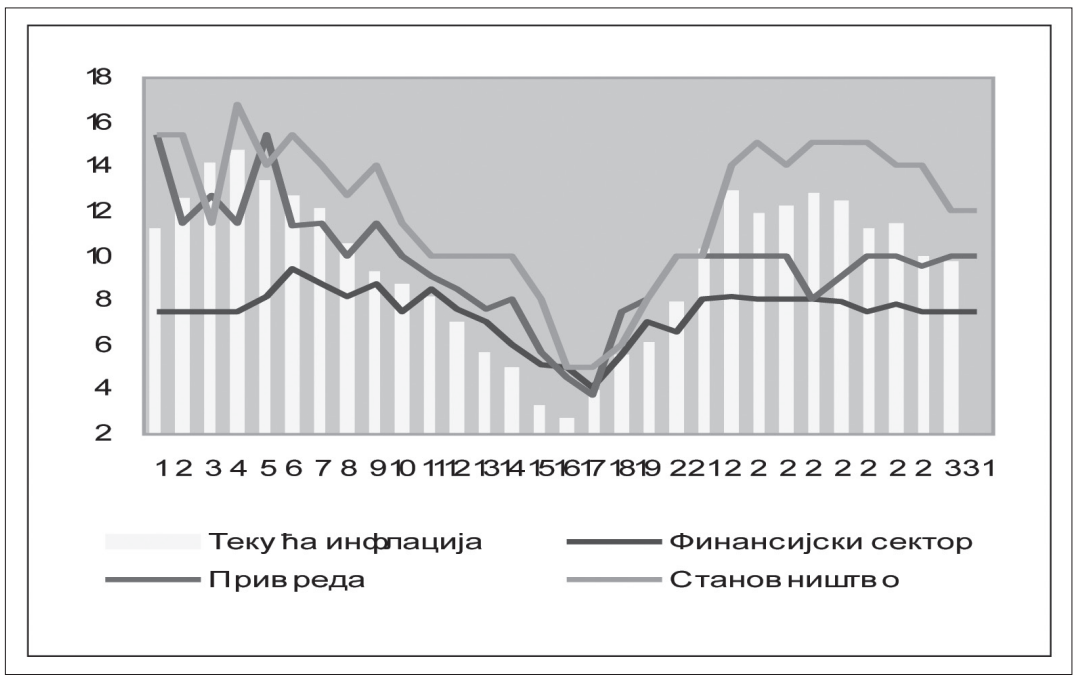


Izvor: Narodna banka Srbije

***Napomena**: U pitanju je tzv. grafika fena inflacije. Najtamniji središnji deo prikazuje centralnu projekciju, a slojevi svetlije boje oko njega prikazuju raspon verovatnoće ostvarenja inflacije. Što je boja svetlija to je verovatnoća njenog ostvarenja manja.*

Anketa o inflacionim očekivanjima koju sprovodi NBS sa agencijom Media Galup pokazuje da su još uvek prisutna visoka inflaciona očekivanja, a naročito kod sektora stanovništva, koja su viša i od tekuće stope inflacije (grafik br. 6.3).

Grafik br. 6.3 Tekuća i očekivana stopa inflacije



Izvor: Narodna banka Srbije

Pojam blaže varijante targetiranja je uveo M. Stone.[91] Ovaj koncept se odnosi na one zemlje koje koriste kao cilj cenovnu stabilnost, ali još uvek nisu u stanju da uspešno održavaju inflacioni target. Karakteristike ove grupe zemalja su da nemaju visok kredibilitet monetarne politike, da imaju višestruke ciljeve i nerazvijen finansijski sistem, uz vrlo česte intervencije na deviznom tržištu[92]. Takođe, postoji netransparentnost i kod ciljeva monetarne politike i kod vođenja monetarne politike. Za ove zemlje nije pogodno ni fiksiranje deviznog kursa, jer bi bile ranjive na eksterne šokove, kao ni targetiranje monetarnih agregata, zbog

91 Stone, M., "Inflation Targeting Lite", u knjizi Challenges to Central Banking from Globalized Financial System, IMF, Washington, 2003.

92 Razlozi za česte intervencije na deviznom tržištu su posledica činjenice da su uglavnom u pitanju male zemlje, sa "uskim" deviznim tržištem, koje su često pod uticajem fluktuacija deviznih kurseva

nestabilne tražnje za novcem. Istovremeno "slaba" fiskalna pozicija (visok nivo javnog duga) i nerazvijeno tržište kapitala ne omogućavaju im da pređu na klasičan koncept targetiranja inflacije. Stiče se utisak da se monetarni režim Srbije pre može okarakterisati kao blaža varijanta taregetiranja inflacije, nego kao klasičan primer targetiranja inflacije.

6.2.2. Zaključna razmatranja

Režim inflacionog targetiranja nesumnjivo ima rastuću popularnost i broj zemalja koji koristi ovaj režim je u stalnom porastu i realno je očekivati nastavak tog trenda i u budućnosti. Ekonometrijske studije su pokazale da je u zemljama koje su prihvatile politiku targetiranja inflacije opala stopa inflacije, kao i inflaciona očekivanja, i da se smanjila razlika između nominalne i realne kamatne stope, a makroekonomski indikatori su ostali nepromenjeni ili su se poboljšali. Kritičari targetiranja inflacije ističu da je potpuno isti razvoj događaja ostvaren i u SAD, iako SAD nisu koristili politiku targetiranja inflacije. Korišćenje ovog režima u Srbiji otvara brojne dileme, a pre svega da li je u pitanju dobar izbor režima monetarne politike i da li je možda ovaj režim preuranjeno uveden u monetarnu politiku Srbije. Ove dileme „pojačava" činjenica da dosada za sedam godina koliko se koristi ovaj režim, čak četiri puta nije ostvaren inflatorni target. Postoje brojni problemi koji otežavaju primenu ovog režima u Srbiji poput:

- krize na globalnom nivou,
- malog uticaja instrumenata monetarne politike u uslovima široko rasprostranjene neformalne eurizacije,
- nedovoljno razvijenog tržišta novca i kapitala, koje dodatno smanjuje efikasnost instrumenata monetarne politike,
- dileme da li je dvonedeljna referentna kamatna stopa dovoljno snažan instrument da utiče na inflaciona očekivanja,
- velike i česte fluktuacije deviznog kursa, koje su zahtevale „masivne" intervencije NBS,
- nedovoljnog nivoa nezavisnosti Narodne banke Srbije i dr.

Na kraju stiče se utisak da je ovaj režim dobro funkcionisao samo u uslovima visokog priliva stranog kapitala i stabilnim makroekonomskim uslovima. Stoga se otvara pitanje da li bi za Srbiju bio pogodniji neki drugi režim, koji bi možda više uvažavao uticaj deviznog kursa na formiranje cena.

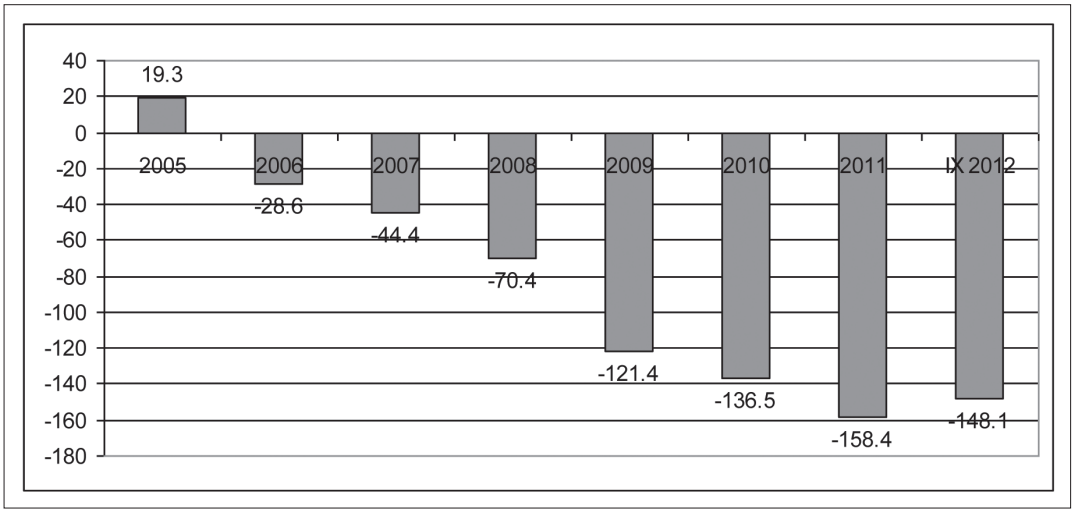
6.3. FISKALNA POLITIKA SRBIJE

U periodu od 2001. do 2007. godine izvršena je reforma javnih finansija, koja je uticala na uspostavljanje makroekonomske stabilnosti i održivog privrednog rasta, a doprinela je i većem stepenu transparentnosti i usklađenosti fiskalnog sistema sa međunarodnim standardima. Najznačajnije novine su svakako predstavljale donošenje Zakona o budžetskom sistemu, koji uređuje budžetski sistem i upravljanje javnim finansijama, kao i osnivanje Trezora Republike Srbije i trezora nižih organa vlasti. Donošenjem Zakona o državnoj revizorskoj instituciji sprovodi se revizija završnog računa republike i ostalih nivoa vlasti. Takodje, su doneta i fiskalna pravila, ali njihova osnovna slabost je ostala što nije predvidjena nikakva sankcija za njihovo kršenje.

Medjutim, globalna finansijska kriza je uticala na značajno narušavanje fiskalne stabilnosti koje se pre svega manifestovalo visokim budžetskim deficitima i brzim rastom javnog duga, koji je krajem 2011. godine premašio zakonsku granicu od 45% BDP-a, a na kraju 2012. godine je bio i preko 60% BDP-a. Koliko je bio dramatičan i brz rast javnog duga verovatno najbolje svedoči činjenica da je on na kraju 2008. godine iznosio svega 29% BDP-a. Dalji rast javnog duga bi ozbiljno pretio pojavi dužničke krize, koja nastaje onda kada investitori procene da određena zemlja neće biti u stanju da servisira svoj dug i prestaju da ulažu sredstva u državne obveznice.

U 2013. godini se očekuje da će budžetski deficit biti oko 6% BDP-a, činjenica koja najviše zabrinjava je procena fiskalnog saveta da bi visok budžetski deficit bio prisutan i da nije bilo krize. Procena fiskalnog saveta je da bi u takvim okolnostima strukturni budžetski deficit iznosio izmedju 4% i 5% BDP-a. Nepovoljna okolnost po javne finansije u Srbiji je i to što će u ovoj godini biti ostvaren skroman ekonomski rast, što utiče na manju poresku osnovicu. Naročito je loše što smo i u godinama ekspanzije (2006. i 2007.) imali budžetski deficit.

Grafik br. 6.4. Konsolidovani deficit/suficit države u periodu 2005-2012 (u mlrd. dinara)



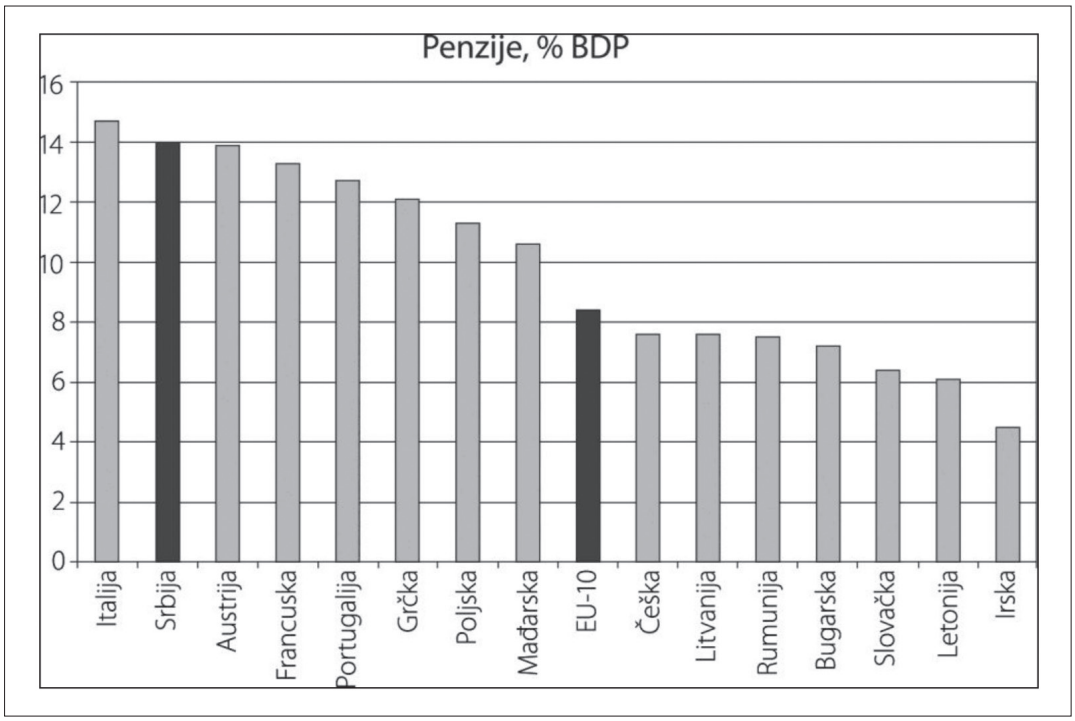
Izvor: Ministarstvo finansija (2012) Konsolidovani bilans sektora države

Prekomerna vrednost i neadekvatna struktura javne potrošnje negativno utiču na održivost i dinamiku privrednog rasta u Srbiji. Među uporedivim tranzicionim evropskim državama, Srbija je jedan od rekordera po učešću javne potrošnje u BDP-u (47,9%), što negativno utiče na razvoj privatnog sektora i preduzetničke inicijative. U strukturi javnih rashoda dominiraju neproduktivni tekući rashodi, na štetu javnih investicija i produktivnih tekućih rashoda. Sve ovo ukazuje da je u narednom periodu Srbiji nužna fiskalna konsolidacija. Njeni ciljevi treba da budu:

- Smanjivanje učešća javnih rashoda u BDP-u;
- Svodjenje budžetskog deficita na nivo niži od stope rasta BDP-a;
- Povećanje investicionih ulaganja u oblastima za koje nije zainteresovan privatni sektor, a koje su značajne za ubrzanje privrednog razvoja;
- Obezbeđivanje dovoljnog nivoa sredstava za servisiranje obaveza prema domaćim i inostranim poveriocima, i na osnovu toga, postepeno smanjivanje učešća javnog duga u BDP-u na nivo predvidjen fiskalnim pravilima i
- Izmenu strukture javne potrošnje – smanjenje učešća penzija, rashoda za plate i subvencija, a povećanje učešća kapitalnih izdataka.

U ovom trenutku poseban problem predstavlja isuviše visoko učešće penzija i plata u BDP-u. Penzije u Srbiji iznose 14% BDP-a i u pitanju je izuzetno visoko učešće medju najvećim u Evropi.

Grafik br. 6.5. Učešće penzija u BDP-u (u %)

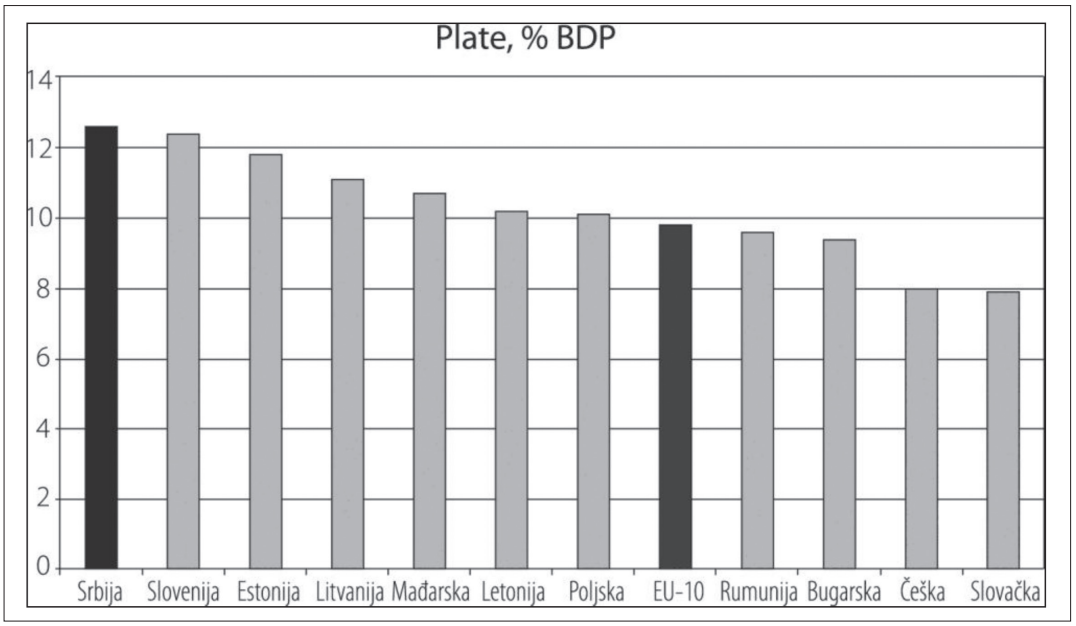


Izvor: Fiskalni savet

Krivica za visoko učešće penzija je u velikoj meri na prethodnoj Vladi, koja je uprkos upozorenjima velikog broja ekonomista značajno povećala penzije tokom 2008. godine, što ih je dovelo na neodrživ nivo. U narednom periodu potrebno je postepeno svesti učešće penzija na 10% BDP-a, što treba realizovati preko sporijeg rasta penzija od rasta BDP-a i restriktivnih uslova za novo penzionisanje.

Rast plata u javnom sektoru u poslednjih par godina je značajno viši od rasta BDP-a i uticao je na opadanje konkurentnosti privrede, rast inflacionih pritisaka, pogoršanje eksterne i budžetske neravnoteže. Rast plata je pratio i prekomerni rast broja zaposlenih u javnom sektoru, tako da je prema učešću plata u BDP-u, Srbija neslavni rekorder u Evropi.

Grafik br. 6.6. Učešće plata u BDP-u (u %)



Izvor: Fiskalni savet

Stoga je potrebno u narednom periodu smanjiti broj zaposlenih u javnom sektoru za oko 5% prema proceni fiskalnog saveta i obezbediti sporiji rast plata od stope rasta BDP-a.

Rastu javnog duga je značajno doprineo i rast garancija. Garancije su značajno porasle u prethodne tri godine. U periodu 2006–2008. godine prirast garancija iznosio je svega 0,3% BDP-a godišnje, dok je u periodu 2009–2011. godine ovaj prirast iznosio oko 1,4% BDP-a godišnje. Naročito su rizične garancije koje izdaje Vlada za kredite koje uzimaju niži nivoi vlasti i javna preduzeća. Imajući u vidu relativno skroman ekonomskih potencijal ovih institucija, može se dogoditi da one u budućnosti ne budu u stanju da redovno servisiraju svoje obaveze, čime bi se teret servisiranja duga direktno preneo na državu. Stoga je u narednom periodu potrebno ograničiti dalji rast garancija.

U uslovima postojanja visokog spoljnog duga depresijacija nacionalne valute bi predstavljala veliki rizik, jer bi otežala otplatu javnog duga. Imajući u vidu stanje u platnom bilansu, kao i činjenicu da je u poslednjih par godina inflacija rasla značajno brže od nivoa deviznog kursa ovo je rizik koji se ne može isključiti. Ipak, situaciju u

određenoj meri relaksira činjenica da NBS ima izuzetno visoke devizne rezerve i da bi stoga mogla intervencijom na deviznom tržištu sprečiti preveliku depresijaciju.

Nakon više od jedne decenije tranzicije, u Srbiji i dalje postoji oko 1.300 preduzeća pod državnom kontrolom (državna i društvena preduzeća). Visoko učešće preduzeća pod državnom kontrolom u BDP-u, društvenom bogatstvu i zaposlenosti negativno utiče na ekonomsku efikasnost, podstiče finansijsku nedisciplinu, korupciju i dr. U 2010. godini ukupni gubici državnih, društvenih i javnih preduzeća iznosili su oko milijardu evra (oko 3,5% BDP-a). Preduzeća u nadležnosti Agencije za privatizaciju angažuju značajne resurse (zapošljavaju 5% zaposlenih u Srbiji i angažuju oko 5 mlrd evra društvenog bogatstva), dok su njihovi rezultati izrazito loši (stvaraju 1,5% BDP-a, godišnji gubici su oko 400 miliona evra, a neizmirene obaveze prema državi i javnim preduzećima iznose oko 1,5 mlrd evra). Sa fiskalnog stanovišta, relevantno je da preduzeća pod državnom kontrolom dobijaju znatne direktne budžetske subvencije i na taj način doprinose povećanju javne potrošnje i fiskalnog deficita. Stoga je jasno da je u narednom periodu potrebno rešiti sudbinu ovih preduzeća i postepeno uvesti „tvrdo budžetsko ograničenje".

Fiskalnu neravnotežu značajno pogoršavaju i obilne subvencije. Iako su pod uticajem krize i rasta nezaposlenosti bile potrebne subvencije, njihova dalja održivost je upitna. Rashodi na subvencije u Srbiji, kada se u obzir uzmu ne samo isplate iz budžeta Republike, već i raspoloživi podaci o svim direktnim i indirektnim subvencijama dodeljenim od strane svih nivoa države, procenjuju se na 4,6-4,8% BDP-a, što je za oko 3% BDP-a više u odnosu na prosek u zemljama EU.[93]

93 Isto

LITERATURA

Aguado, S., „Transatlantic Perspectives on the Evro and the Dollar: Dollarization and other Issues“, University of Alcala, Spain, 2000.

Bajec, J., i Joksimović Lj. ***Savremeni privredni sistemi,*** Ekonomski fakultet, Beograd, 1997.

Barlet, B., “Jonathan Swift: Father of Supply-Side Economics”, *History of Political Economy*, tom 24, br. 3, 1992.

Barro, R. J., “A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model”, *Journal of Political Economy*, br. 4, 1983.

Begg, D., ***The Rational Expectations Revolution in Macroeconomics: Theories and Evidence***, Fillip Alan, Oxford, 1982.

Benassi, C., Chirco A. i Colombo C. ***The New Keynesian Economics***, Blackwell, Cambridge, 1995.

Bernanke, B., Laubach, T., Mishkin, F., i Posen, A., **Inflation Targeting Lessons from the International Experience**, Princeton University Press, Princeton, 1999.

Black Electorate, „Exculisve Interview with Economists Steve Hanke“, www. black-electorate.com/print_article.asp? ID=146, 2003.

Blanchard, O., **Makroekonomija**, Mate, Zagreb, 2005.

Blanchard,O., “Price Asynchronization and Price Level Inertia” u knjizi: **New Keynesian Economics**, I tom, 1995.

Bofinger, P., **Monetary Policy – Goals, Institutions, Strategies amd Instruments**, Oxford University Press, New York, 2001.

Bubula, A. i Otker-Robe, I., “The Evolution of Exchange Rate Regimes Since 1990: Evidence from de Facto Policies”, IMF, WP/02/155, 2002.

Calvo, G. i Carlos, V., “Currency Substitution in Developing Countries”, IMF Working Paper 92/40, 1992.

Capie F., Fisher S., Godhart C. A. E. i Schnadt N., **The Future of Central Banking**, Cambridge University Press, 1994.

Caprio, G., i Klingebiel, D., «Bank Inslovencies: Cross-Country Experience», World Bank Policy Research Paper, 1998.

CBCG, “Kvartalni izvještaj glavnog ekonomiste za III kvartal 2008. godine”, CBCG, Podgorica, 2008.

Center for excellence in finance, „Strenghtening Domestic Anhors o Assist with Crisis Exit Strategies“, High level regional policy dialogue, Washington, 2010.

Crkvenac, M., **Ekonomska politika**, Informator, Zagreb, 1997.

Cukeirman, A., “Why does the FED smoth Interest Rates?”, Četrnaesta godišnja konferencija Federal Reserve Bank of St. Louis, 1990.

Crockett, A., «Central Banking in the New Millenium» u knjizi *Macroeconomics and Monetary Policy – Issues for reforming Economy*, Oxford University Press, New York, 2002.

Disveld, P., “Strenghtening Macroprudential Supervision, 2010.

Dimitrijević, J., „Monetarna politika i kanali transmisije na cene: godinu dana ciljanja inflacije“, Kvartalni monitor br. 10, FREN, 2007.

Easterly, W. I Rebelo, S., “Fiscal Policy and Economic Growth: An Emprical Investigation”, *Journal of Monetary Economics*, vol 32, 1993.

Ehrmann, M. i Fratzscher, M., “ How Should Central Banks Communicate?”, Working Paper Series, br. 557, Evropska Centralna Banka, 2005.

Eijffinger, S. i Schaling E., “Central Bank Independence: Theory and Evidence”, april 1990.

Evropska centralna banka, “Issues Note”, Economic Conference Monetary Policy and Financial Stability in South-Eastern Europe, Frankfurt, 2006.

Fabris, N., **Aktuelna pitanja crnogorske ekonomije**, CBCG, Podgorica, 2010.

Fabris, N., **Centralno bankarstvo u teoriji i praksi**, Centralna banka Crne Gore, Podgorica, 2006.

Fischer, S., «Why are Central Banks Pursuing Long-run Price Stability», in **Achieving Price Stability**, Symposium in Federal Reserve Bank of Kansas City, 1996.

Fischer, S., **Exchange Rates Versus Money Targets in Disinflation**, 1986.

Freedman, B., “The Use and Meaning of Words in Central Banking: Inflation Targeting, Credibility and Transparency” u knjizi ***Central Banking, Monetary Theory and Practice***, Edward Elgar, 2003.

Friedman, M., “Teorija novca i monetarna politika”, Rad, Beograd, 1973.

Friedman, M., ***A Program for Monetary Stability***, Fordham University Press, 1959.

Friedman, M., i Schwartz, A., **A Monetary History of theUnited States**, Fordham University Press, 1963.

Fry, M., “Key issues in the Choice of Monetary Framework” u knjizi **Monetary Policy Frameworks in a Global Context**, autora L. Mahadeva i G. Sterne, Routledge, London, 2000.

Gelb, A.H. i Gray, C.W., “The Transformation of Economies in Central and Eastern Europe: Issues, Progress, and Prospects”, The World Bank, Policy and Research Series, br.17, 1991.

Ghosh, A. i Gulde, A., Ostry, J. i Wolf, H., “Does the Nominal Exchange Rate Regime Matter”, NBER, Working Paper, br. 5874, 1997.

Gjedrem, S., “The Macroprudential Approach to Financial Stability”, Trideset treća ekonomska konferencija “Monetary Policy and Financial Stability”, Bank of Austria, 2005.

Goodhart, C.,A., E., “The Links between Fiscal and Monetary Policies on the One Hand, and Financial Stability on the Other”, Trideset treća ekonomska konferencija “Monetary Policy and Financial Stability”, Bank of Austria, 2005.

Hanke, S., “The Beauty of a Parallel Currency”, www. cato.org/cgi-bin/scripts/printtech.cgi/dailys/01-14-00.html, 2000.

Hannoun, H., „Towards a Global Financial Stability Framework“, 45th SEACEN Governors’ Conference, Siem Reap Province, 2010.

Irwin D., “Mercantilism as Strategic Trade Policy”, *Journal of Political Economy*, vol 94. broj 6, 1991.

Issing, O., Gaspar, V., Tristani, O. i Vestin, D., **Imperfect Knowledge and Monetary Policy, Cambridge,** University Press, 2005.

Jakšić, M., Dimitrijević, B., Fabris, N. i Praščević A., **Savremena makroekonomska misao**, Čigoja štampa, Beograd, 2001.

Jakšić, M., redaktor, **Ekonomska i poslovna enciklopedija**, Savremena administracija, Beograd, 1994.

Jakšić, M., **Razvoj ekonomske misli**, Ekonomski fakultet, Beograd, 1999.

Jonsson, G.,“The Relative Merits and Implication of Inflation Targeting for South Africa”, IMF Working Paper br. 99/116, 1999.

Jovanović, S., **Iz istorije političkih doktrina**, BIGZ, Beograd, 1990.

Jurković, P. i Jašić Z., **Uvod u teoriju ekonomske politike**, Narodne novine, Zagreb, 1978.

Keynes, J. M,. **Ekonomski eseji**, Matica srpska, Novi Sad, 1987.

Keynes, J. M., **Opća teorija zaposlenosti, kamate i novca**, Cekade, Zagreb, 1987.

King, M., “No Money no Inflation – the Role of Money in the Economy”u knjizi ***Central Banking, Monetary Theory and Practice***, Edward Elgar, 2003.

King, R. “Will the New Keynesian Macroeconomics Resurrect the IS-LM Model”, The Journal of Economic Perspectives, VII tom, br 1, 1993.

Kirschen, E., **Economic Policy of Our Time**, North-Holland Publishing Company, Amsterdam, 1964.

Kopits, G. and S. Symansky, "Fiscal Rules", IMF Occasional Paper 162, 1998.

Kopits, G., "Fiscal Rules: Useful Policy Framework or Unnecessaru ornament", IMF working paper 01/45, 2001.

Krueger, A. i Summers, L., "Efficency Wage and the Interindustry Wage structure" u knjizi: **New Keynesian Economics**, II tom, 1995.

Krugman, P., «Stable Prices and Fast Growth: Just Say No», *The Economist*, br 31, avgust 1996.

Kydland, F. i Prescott, E., "Rules rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans", *Journal of Political Economy*, br. 85, 1977.

Lewis, A., "Emerging Markets Global Chalegenges", FRB of New York, Central Banking Seminar, 2004.

Levy-Yeati, E. i Sturyenegger, F., "To Float or to Fix: Evidence on the Impact of Exchange Rate Regimes on Growth", *American Economic Review*, br. 93, 2003.

Mankiw G. i Romer D., redaktori, **New Keynesian economics: Coordination Failures and Real Rigidities**, II tom MIT Press, Massachusetts, 1995.

Mankiw, G. i Romer D., redaktori, **New Keynesian economics: Imperfect Competition and Sticky Prices**, I tom MIT Press, Massachusetts, 1995.

Mankiw, G., "Symposium on Keynesian Economics Today", *The Journal of Economic Perspectives,* VII tom, br. 1, 1993.

McDermot, J., i Wescott, R. "Fiscal Reforms that Work", Medjunarodni monetarni fond, Economic Issues, br. 4, 1996.

Medjunarodni monetarni fond, "Good Transparency Practices for Monetary Policy by Central Banks", www.imf.org/external/np/mae/mft/sup/part2.htm, 2000.

Medjunarodni monetarni fond, "Central Banking Lessons from the Crisis", Washington, 2010.

Medjunarodni monetarni fond, **Fiscal Adjustment for Stability and Growth**, 2006.

Medjunarodni monetarni fond, **Fiscal Dimension of Sustainbale Development**, Washington, 2002.

Medjunarodni monetarni fond, **Guidelines for Fiscal Adjustment**, Washington, 1995.

Medjunarodni monetarni fond, **World economic outlook**, Washington, 2007.

Medjunarodni monetarni fond, **Fiscal Rules—Anchoring Expectations for Sustainable Public Finances,** SM/09/274, Washington 2009.

Mishkin, F., **Monetarna politika, finansijski sistem i bankarstvo**, Data status, Beograd, 2007.

Obstfeld, M. i Rogoff, K., "The Mirage of Fixed Exchange Rates", *Journal of Economic Perpsectives*, vol 9, br. 4, 1995.

Platon, **Država,** BIGZ, Beograd, 1993.

Platon, **Zakoni**, BIGZ, Beograd, 1990.

Praščević, A., "Nova klasična makroekonomija: doprinos makroekonomskoj teoriji", magistarska teza, Ekonomski fakultet, Beograd, 1999.

Preston, A. J., **The Theory of Economic Policy – Statics and Dynamics**, Cambridge University Press, 1982.

Romer, D., **The New Keynesian Synthesis**, The Journal of Economic Perspectives, VII tom, br. 1, 1993.

Rues, J., "Koncepcije Adama Smita o ekonomskoj politici" u zborniku: **Dvesta godina ekonomske nauke**, Savremena administracija, Beograd, 1978.

Sachs, J. i Larrain, B., **Macroeconomics in the Global Economy**, Prentice-Hall, 1993.

Samuelson, P., **Economics**, McGraw-Hill Book Company, 1995.

Schinasi, G., "Preserving Financial Stability", International Monetary Fund, 2005.

Schuler, K., „Basics of Dollarization", Joint Economic Committee Staff Report, USA, 2000.

Schumpeter, J., **Povijest ekonomske analize**, Informator, Zagreb, 1975.

Schwartz, A., "Why Financial Stability Depends on Prices Stability", *Economic Afairs*, br. 15, 1995.

Siklos, P., **The Changing Face of Central Banking**, Cambridge University Press, 2002.

Sinclair, P., **Financial Stability and Central Banks**, Bank of England, 2001.

Snowdon, B., Vane H. i Wynarzyk P., **A Modern Guide to Macroeconomic**, Edward Elgar, 1994.

Šoškić, B., redaktor, **Dvesta godina ekonomske nauke**, Savremena administracija, Beograd, 1978.

Stone, M., "Inflation Targeting Lite", u knjizi **Challenges to Central Banking from Globalized Financial System**, IMF, Washington, 2003.

Svenson, L., "Open Economy Inflation Targeting", *Journal of International Economics*, br. 50, 2000.

Terou, L., "Supply-Side Economics – an Aberrant Current or the Economic Mainstrem", 1983.

Vacić, A., **Ekonomska politika Jugoslavije – opšta pitanja ekonomske politike**, Savremena administracija, Beograd, 1988.

Vučo, N., **Državna intervencija u privredi**, Savremena administracija, Beograd, 1975.

Vukadin, E., **Ekonomska politika – teorija i primena**, Dosije, Beograd, 1991.

Winkler, B., "Which Kind of Transparency? On the need for the Clarity in Monetary-Policy Making", Working paper br. 26, Evropska centralna banka, 2000.

World Health Organization "Macroeconomics and Health: Investing in Helath for Economic Development", Report of the Comission on Macroeconomics and Health, 2001.