

**UNIVERZITET UNION U BEOGRADU  
BEOGRADSKA BANKARSKA AKADEMIJA  
Fakultet za bankarstvo, osiguranje i finansije**

**Mr Damir Šehović**

**KOORDINACIJA MONETARNE I FISKALNE  
POLITIKE U SAVREMENIM TRŽIŠNIM PRIVREDAMA**

**Doktorska disertacija**

**Beograd, 2015.**

**Mentor:**

Prof. dr Aleksandar Živković  
Ekonomski fakultet  
Univerzitet u Beogradu, Beograd

**Članovi komisije:**

Prof. dr Hasan Hanić  
Beogradska bankarska akademija  
Fakultet za bankarstvo, osiguranje i finansije  
Univerzitet Union, Beograd

Prof. dr Slobodan Lakić  
Ekonomski fakultet  
Univerzitet Crne Gore, Podgorica

Prof. dr Zoran Grubišić  
Beogradska bankarska akademija  
Fakultet za bankarstvo, osiguranje i finansije  
Univerzitet Union, Beograd

Prof. dr Mališa Đukić  
Beogradska bankarska akademija  
Fakultet za bankarstvo, osiguranje i finansije  
Univerzitet Union, Beograd

Datum odbrane doktorske disertacije: \_\_\_\_\_

Datum promocije doktorske disertacije: \_\_\_\_\_

Doktorat nauka: \_\_\_\_\_

## APSTRAKT

Velika ekonomska kriza je ukazala na potrebu preispitivanja osnovnih postulata na kojima su počivale teorije monetarne i fiskalne politike. Budući pravci razvoja monetarne politike će se najvećim dijelom odnositi na modifikaciju strateškog okvira, odnosno fleksibilnog inflacionog targetiranja kao najprihvaćenijeg režima, povećanje inflacionog targeta, zamjenu targetiranja inflacije targetiranjem agregatnog nivoa cijena, kao i aktivnu ulogu centralne banke u tretmanu imovinskog balona. Fiskalna politika će se u postkriznom periodu koristiti kao važan instrument za kratkoročnu stabilizaciju privrede, čija uspješnost će zavisiti od načina tretmana fiskalnog prostora i automatskih stabilizatora, kao i korišćenja pristupa usmjerenog u pravcu primjene privremenih politika prihodne i rashodne strane budžeta.

Usljed funkcionalne i institucionalne međuzavisnosti monetarne i fiskalne politike, pospješivanje privredne aktivnosti putem adekvatnog upravljanja tražnjom kao i antiinflacionom stabilizacionom politikom, moguće je jedino istovremenom primjenom i sinhronizovanim djelovanjem instrumentarijuma dvije politike. Međuzavisnost monetarne, fiskalne i politike javnog duga je najizraženija kod uticaja budžetskog deficita i javnog duga na kamatne stope.

Prekogranična preliivanja i negativne eksternalije, koje su nakon najnovije krize očiglednije i izraženije, usljed povećane međuzavisnosti država, predstavljaju osnovne razloge za uspostavljanje adekvatnog mehanizma koordinacije monetarne i fiskalne politike u Evropskoj uniji. Kreiranje novih instrumenata nadzora i koordinacije fiskalnih odnosno ekonomskih politika u Evropskoj uniji, do kojeg dolazi nakon suočavanja s posljedicama krize, poboljšaće koordinaciju politika, uprkos propustima koji su postali vidljivi odmah nakon početka njihove primjene.

Koordinaciju fiskalne i monetarne politike (politike likvidnosti) u Crnoj Gori, koja zbog nepostojanja tradicije i dubine finansijskog tržišta mora biti zasnovna na formalnim aranžmanima, potrebno je dodatno unaprijediti, i pored pomaka koji su u skorije vrijeme napravljeni.

**Ključne riječi:** monetarna politika, fiskalna politika, koordinacija monetarne i fiskalne politike, instrumentarijum monetarne i fiskalne politike, javni dug, stabilizaciona politika, razvojna politika, transmisioni mehanizam, fiskalna pravila, Velika ekonomska kriza, institucionalni aranžmani, operativni aranžmani, međunarodna koordinacija, politika likvidnosti

## ABSTRACT

The Great Recession has highlighted the need to review the basic postulates on which were based the theories of monetary and fiscal policies. Future aspects of the monetary policy development will mostly refer to modification of strategic framework, respectively flexible inflation targeting as the most acceptable regime, flexible target increase, substitution of inflation targeting by aggregate price level targeting, as well as to active role of central bank in assets balloon treatment. Fiscal policy will be used as an important instrument for a short term economic stabilization in post crisis period, which success will depend on method of the fiscal space treatment and automatic stabilizers, as well as on the use of the access directed to implementation of interim policies referring to revenue and expenditure of budget.

Due to functional and institutional interdependence between monetary and fiscal policies, enhancement of the economic activity via adequate market management and anti-inflation stabilization policy is solely possible under simultaneous implementation and synchronized operation of the two policies instruments and measures. Interdependence between monetary, fiscal and public debt policies is the most notable in influence of budgetary deficit and public debt on interest rates.

Cross borders spillovers and negative external effects, which are more apparent and visible after the latest crisis, due to enlarged interdependence between states, represent the key motive for the establishment of the adequate coordination mechanism regarding the monetary and fiscal policies in the European Union. Formation of new supervision and coordination instruments for fiscal and economic policies in the European Union, which occurs after the dealing with the consequences of the crisis, will improve policy coordination, in spite of omissions which become obvious immediately after the beginning of the implementation.

Coordination of fiscal and monetary policy (liquidity policy) in Montenegro, which must be based on formal arrangements due to absence of tradition and financial market profundity, needs to be additionally improved, although some progress is recently made.

**Key words:** monetary policy, fiscal policy, coordination of fiscal and monetary policy, instruments of monetary and fiscal policy, public debt, stabilization policy, development policy, transmission mechanism, fiscal rules, The Great Recession, institutional arrangements, operational arrangements, international coordination, liquidity policy

# SADRŽAJ

UVOD .....	1
I TEORIJSKE KONCEPCIJE MONETARNE I FISKALNE POLITIKE .....	3
1. Analiza fundamenata savremene ekonomske politike .....	4
1.1. Teorijska analiza različitih aspekata ekonomske politike .....	4
1.2. Teorijski pristup ciljevima ekonomske politike .....	7
1.3. Holistički pristup instrumentarijumu ekonomske politike .....	10
2. Teorijski pristup razvoju monetarne i fiskalne politike .....	13
2.1. Starije teorijske koncepcije monetarne i fiskalne politike .....	13
2.2. Novije teorijske koncepcije monetarne i fiskalne politike .....	18
2.2.1. Doktrina državnog intervencionizma i monetarna i fiskalna politika .....	18
2.2.2. Monetaristička ekonomska misao i ekonomska politika .....	23
2.2.3. Monetarna i fiskalna politika i nova klasična makroekonomija .....	26
2.2.4. Ekonomija ponude i monetarna i fiskalna politika .....	28
2.2.5. Ekonomska politika iz ugla novih kejnzijanaca .....	30
3. Teorijski pristup komponentama i strategijama monetarne i fiskalne politike .....	34
3.1. Pristup komponentama i strategijama monetarne politike .....	35
3.1.1. Teorijski pristup ciljevima monetarne politike .....	35
3.1.2. Teorijski pristup strategijama monetarne politike .....	37
3.2. Pristup ciljevima, instrumentima i efektima fiskalne politike .....	42
3.2.1. Teorijski pristup ciljevima fiskalne politike .....	42
3.2.2. Analiza efekata fiskalne politike .....	46
4. Teorijske koncepcije monetarne i fiskalne politike nakon globalne ekonomske krize ..	51
4.1. Posljedice globalne ekonomske krize na strategije monetarne politike .....	51
4.2. Uticaj globalne ekonomske krize na ulogu fiskalne politike .....	57
II TEORIJSKI PRISTUP KOORDINACIJI MONETARNE I FISKALNE POLITIKE .....	63
1. Generalni pristup koordinaciji monetarne i fiskalne politike .....	64
1.1. Pregled teorijskih istraživanja koordinacije monetarne i fiskalne politike .....	64
1.2. Potreba za koordinacijom monetarne i fiskalne politike .....	67
1.3. Koordinisana vs nekoordinisana monetarna i fiskalna politika – prednosti i nedostaci .....	71
1.4. Preduslovi za uspješnu koordinaciju – institucionalni i operativni aspekt .....	73
2. Savremeni teorijski pristup koordinaciji monetarne i fiskalne politike .....	78
2.1. Koordinacija monetarne i fiskalne politike kao instrument podsticanja privrednog rasta .....	80
2.1.1. Razvojna monetarna politika .....	81
2.1.2. Transmisioni mehanizam monetarne politke .....	83
2.1.3. Efikasnost razvojne fiskalne politike .....	86
2.1.4. Koordinacija razvojne monetarne i fiskalne politike .....	95
2.2. Koordinacija monetarne i fiskalne politike kao instrument stabilizacije politike .....	98
2.2.1. Antiinflaciona monetarna i fiskalna politika .....	98
2.2.2. Monetarna i fiskalna politika i unutrašnja ravnoteža .....	99
2.2.3. Monetarna i fiskalna politika i spoljašnja ravnoteža .....	103
2.3. Koordinacija monetarne i fiskalne politike i fenomen kašnjenja .....	108
3. Monetarna i fiskalna politika i javni dug .....	111
3.1. Teorijski pristup javnom dugu .....	111
3.2. Ciljevi i funkcije upravljanja javnim dugom .....	113
3.3. Institucionalni i operativni okvir za upravljanje javnim dugom .....	116
3.4. Instrumenti upravljanja javnim dugom .....	119
3.5. Međuzavisnost monetarne, fiskalne i politike upravljanja javnim dugom .....	122

III MEĐUNARODNA KOORDINACIJA EKONOMSKIH POLITIKA S OSVRTOM NA EVROPSKU MONETARNU UNIJU .....	126
1. Međunarodna koordinacija ekonomskih politika.....	127
1.1. Teorijski pristup međunarodnoj koordinaciji ekonomskih politika.....	127
1.2. Oblici međunarodne koordinacije ekonomskih politika.....	130
2. Monetarna politika u Evropskoj monetarnoj uniji .....	132
2.1. Strateški izbor monetarne politike.....	132
2.2. Instrumentarijum monetarne politike.....	136
2.3. Bankarska supervizija u kontekstu monetarne politike .....	138
3. Fiskalna politika u Evropskoj monetarnoj uniji .....	144
3.1. Nacionalna fiskalna politika zemalja članica Evropske unije .....	144
3.1.1. Fiskalna pravila kao faktor čuvanja ekonomskog kredibiliteta .....	145
3.1.2. Efikasnost i efektivnost Pakta za stabilnost i rast.....	148
3.1.3. Harmonizacija poreza u funkciji očuvanja zajedničkog tržišta .....	154
3.1.4. Analiza poreske konkurencije kao snažnog faktora modeliranja savremenih poreskih sistema.....	157
3.2. Analiza fiskalne politike u Evropskoj uniji – specifičnost budžeta Evropske unije.....	162
4. Koordinacija monetarne i fiskalne politike u Evropskoj monetarnoj uniji .....	170
4.1. Pregled teorijskih istraživanja monetarne i fiskalne politike.....	170
4.2. Prelivanje između monetarne i fiskalne politike .....	172
4.3. Argumenti za i protiv koordinacije .....	177
4.4. Prelivanje krize na EU i funkcionisanje mehanizma koordinacije .....	179
4.5. Pravci koordinacije u Evropskoj monetarnoj uniji.....	187
4.6. Mogući pravci razvoja koordinacije.....	191
IV KOORDINACIJA FISKALNE I POLITIKE LIKVIDNOSTI U CRNOJ GORI .....	194
1. Fiskalna politika kao najznačajniji instrument makroekonomskog menadžmenta u Crnoj Gori. ....	195
1.1. Ciljevi, instrumenti i mjere fiskalne politike u Crnoj Gori .....	195
1.2. Analiza efekata fiskalne politike u Crnoj Gori .....	200
2. Politika likvidnosti u Crnoj Gori .....	209
2.1. Strateški izbor monetarnog režima u Crnoj Gori .....	209
2.2. Instrumenti i mjere menadžmenta likvidnosti u Crnoj Gori.....	213
3. Dosadašnja koordinacija fiskalne i politike likvidnosti u Crnoj Gori.....	217
3.1. Koordinacija kao instrument podsticanja privrednog rasta i instrument stabilizacione politike.....	220
3.1. Koordinacija upravljanja javnim dugom .....	223
4. Preporuke za uspješniju koordinaciju.....	227
ZAKLJUČNA RAZMATRANJA.....	232
LITERATURA .....	243

## UVOD

U disertaciji su analizirani fundamenti savremene ekonomske politike, razvoj monetarne i fiskalne politike, ciljevi i strategije monetarne politike, kao i ciljevi, instrumenti i efekti fiskalne politike. I pored činjenice da je posljednja decenija XX vijeka karakteristična po uspostavljanju „novog konsenzusa” u ekonomskoj politici nazvanog periodom „velike umjerenosti“, koji je podrazumijevao udaljavanje od monetarizma i standardnog kejnzijanskog modela i oslanjanje na škole ekonomske misli nastale nakon njih (posebno na nove kejnzijance), globalna ekonomska kriza iz 2007. godine ukazuje na potrebu preispitivanja ranijih makroekonomskih shvatanja, i brojnih konceptualnih pitanja koja se odnose na strategiju, efekte, odnosno ulogu monetarne i fiskalne politike.

Takođe se vrši teorijska analiza monetarne i fiskalne politike u smislu njihove interaktivnosti i međusobne povezanosti, a sve radi uklanjanja ili, u najmanju ruku, ublažavanja poremećaja koji nastaju u privredi. S tim u vezi nastao je čitav niz teorijskih i empirijskih istraživanja koja su dokazala opravdanost i potrebu za koordinacijom dva ključna instrumenta ekonomske politike, i naglasila brojne prednosti i nedostatke koordinacije, a koja su sistematizovana i analizirana u radu. Međutim, korišćenje instrumentarijuma monetarne i fiskalne politike je kompleksno, imajući u vidu činjenicu da je u rukama monetarnih i fiskalnih vlasti koje su odvojene, i koje često imaju suprotstavljene ciljeve. To je i jedan od ključnih razloga zbog čega je neophodno uspostaviti relevantne institucionalne i operativne aranžmane, odnosno odgovarajući mehanizam koordinacije, koji bi osigurao sinhronizovano vođenje ekonomske politike, što je takođe analizirano u disertaciji.

Dalje se analiziraju dejstva monetarne i fiskalne politike i njihova međuzavisnost, na planu podsticanja privrednog rasta putem regulisanja tražnje, kao i otklanjanja nestabilnosti koje nastaju u sistemu, s ciljem postizanja cjenovne stabilnosti, kao i unutrašnje i spoljašnje ravnoteže. Savremena država mora voditi aktivnu politiku kada je riječ o regulaciji globalne tražnje s nepovoljnim tokom, i to na način što će korišćenjem monetarnog i fiskalnog instrumentarijuma uticati na ukupnu tražnju i usmjeravati je u željenom pravcu. Predmet pažnje je i vremenska distribucija osnovnih učinaka monetarne i fiskalne politike, odnosno brzina, način i jačina djelovanja ovih politika na makroekonomske agregate, dužina kašnjenja, kao i problem njenog mjerenja. S obzirom da su interakcije monetarne, fiskalne i politike upravljanja javnim dugom, kao ključnog segmenta fiskalne politike, brojne i da se vrše putem različitih kanala, osim teorijskog pristupa javnom dugu, njegovih ciljeva i funkcija, institucionalnog i operativnog okvira, kao i instrumenata javnog duga, posebno se analizira uticaj budžetskog deficita i javnog duga na kamatne stope, budući da je na tom primjeru najočiglednija povezanost između pomenutih politika.

Jačanje procesa globalizacije u svijetu i povećana međuzavisnost država dovode do rasta uticaja negativnih i kontraproaktivnih eksternalija domaće ekonomske politike na okolne zemlje. Povećano prekogranično prelijevanje efekata makroekonomskih politika doprinosi snažnijoj potrebi za njihovom međunarodnom koordinacijom, posebno u kontekstu suočavanja s posljedicama najnovije ekonomske krize na međunarodnom planu. U disertaciji se vrši analiza teorijskog pristupa međunarodnoj

koordinaciji ekonomskih politika, odnosno oblika međunarodne koordinacije, s posebnim osvrtom na Evropsku monetarnu uniju.

U tom kontekstu se u disertaciji istražuje kombinovana strategija monetarnog i inflacionog targeta koja se koristi u Evropskoj monetarnoj uniji, konceptualne dileme koje se javljaju nakon aktuelne krize, kao i instrumentarijum koji je na raspolaganju nosiocima monetarne politike. Posebna pažnja se poklanja bankarskoj superviziji i sistemu praćenja finansijske stabilnosti, ali i intenzivnim promjenama i novom nadzornom okviru za Evropsku uniju čije je formiranje u toku, a koji se odnosi na formiranje Evropskog sistema finansijskih supervizora i njegovih osnovnih elemenata.

Nemogućnost autonomnog korišćenja monetarne politike od strane nacionalnih država u Evropskoj monetarnoj uniji uticala je na povećanje važnosti nacionalnih fiskalnih politika. Usljed prisustva efekta preliivanja, zbog kojeg nacionalna fiskalna politika utiče i na ekonomske uslove u drugim zemljama preko specifičnih kanala preliivanja, kao i činjenice da neuspjesi pojedinih država mogu ugroziti kredibilitet Evropske unije, pokazaće se da postoji potreba za fiskalnim pravilima. To će kasnije rezultirati i usvajanjem Pakta za stabilnost i rast, ali i njegovom reformom koja će uslijediti 2005. godine, kao i najnovijom reformom oličenom u Paketu od šest propisa, Paketu od dva propisa, kao i Fiskalnom paktu kao sastavnom dijelu Ugovora o stabilnosti, koordinaciji i upavljanju, što sve skupa predstavlja korak u pravcu stvaranja fiskalne unije.

Imajući u vidu da unutar Evropske monetarne unije postoji više nosilaca fiskalne a jedan nosilac monetarne politike, koordinacija makroekonomskih politika se manifestuje u vidu koordinacije nosilaca fiskalne politike, kao i koordinacije nosilaca monetarne i fiskalne politike, koja inače ima svoje prednosti i nedostatke. Zato se u disertaciji vrši analiza rezultata teorijskih i empirijskih istraživanja, prezentuju zaključci i prikazuje novi instrument nadzora i koordinacije ekonomskih i fiskalnih politika država članica u vidu Evropskog semestra, odnosno Euro plus paketa i Evropskog stabilizacionog mehanizma, kao i izazovi koordinacije u perspektivi.

Kako u eurizovanoj ekonomiji, kakva je crnogorska, fiskalna politika predstavlja u suštini jedini značajniji instrument makroekonomskog menadžmenta kojim se može relativno efikasno upravljati snažnim pritiscima tražnje, odnosno uticati na makroekonomsku stabilnost i privredni rast i razvoj, očuvanje finansijske stabilnosti u Crnoj Gori zahtijeva visok nivo budžetske discipline, ali i maksimalnu odgovornost Centralne banke, s obzirom da je ona u dolarizovanom režimu uključena u menadžment likvidnosti. Zato se u radu analiziraju do sada korišćeni aranžmani za koordinaciju politika, ali i daju preporuke za uspješniju koordinaciju u narednom periodu.



**I TEORIJSKE KONCEPCIJE MONETARNE I  
FISKALNE POLITIKE**

# 1. Analiza fundamenata savremene ekonomske politike

## 1.1. Teorijska analiza različitih aspekata ekonomske politike

Evidentne nesavršenosti tržišta koje se manifestuju na mikroekonomskom i na makroekonomskom nivou opravdavaju nastojanja države da ih svojim djelovanjem pokuša eliminisati, kako bi usmjeravala ekonomiju u željenom pravcu. Ekonomska istorija je nedvosmisleno pokazala da spontano djelovanje tržišnih zakonitosti može da dovede do poremećaja u privredi i narušavanja njene ravnoteže, što često rezultira i ekonomskim krizama, koje su se periodično javljale i ostavljale nerijetko teške posljedice na privredni sistem. Stoga se logično nametnula potreba za usmjeravanjem i kontrolom tržišnih kretanja putem ekonomske politike. Ona postoji praktično otkad postoji i sama država, s tim što se za mjerama ekonomske politike, koje su bile usmjerene na zaštitu interesa vladajuće klase, kroz istoriju posezalo često improvizovano, nedovoljno promišljeno, a katkad i spontano, zbog čega i ne čudi što su posljedice i rezultati bili izuzetno različiti. Ipak, potreba za organizovanim izučavanjem ekonomske politike postaje evidentna nakon Velike depresije nastale 30-tih godina XX vijeka, kada se nakon perioda ekonomskog liberalizma počinje promovisati država kao nezaobilazan subjekt u privrednom životu.

Uzimajući u obzir činjenicu da autonomno djelovanje tržišta nerijetko ne ispunjava socijalno poželjne ciljeve, postoji potreba da se na organizovan i koordiniran način prati, koriguje i usmjerava u željenom pravcu. Zato je u okviru ekonomske teorije razvijeno posebno područje – teorija ekonomske politike, koja dobija današnji organizovani konceptijski pristup 40-tih godina XX vijeka, u kojem se subjekti, ciljevi i instrumenti ekonomske politike povezuju u funkcionalnu cjelinu u okviru koje je njihovo djelovanje usklađeno s karakteristikama ekonomskog sistema. Više ekonomista – Frisch (1949, 1950, 1957, 1961), Tinbergen (1952, 1956), Hansen (1958) i Theil (1956, 1964) su u kasnim četrdesetim godinama XX vijeka počeli da razvijaju teoriju ekonomske politike, s ciljem pružanja odgovora na koji način postići prethodno zacrtane ciljeve od strane političkih donosilaca odluka. Od tada teorija ekonomske politike povezuje subjekte, ciljeve, instrumente i mjere u funkcionalnu cjelinu koja usklađuje njihovo djelovanje s karakterom društveno ekonomskog sistema.

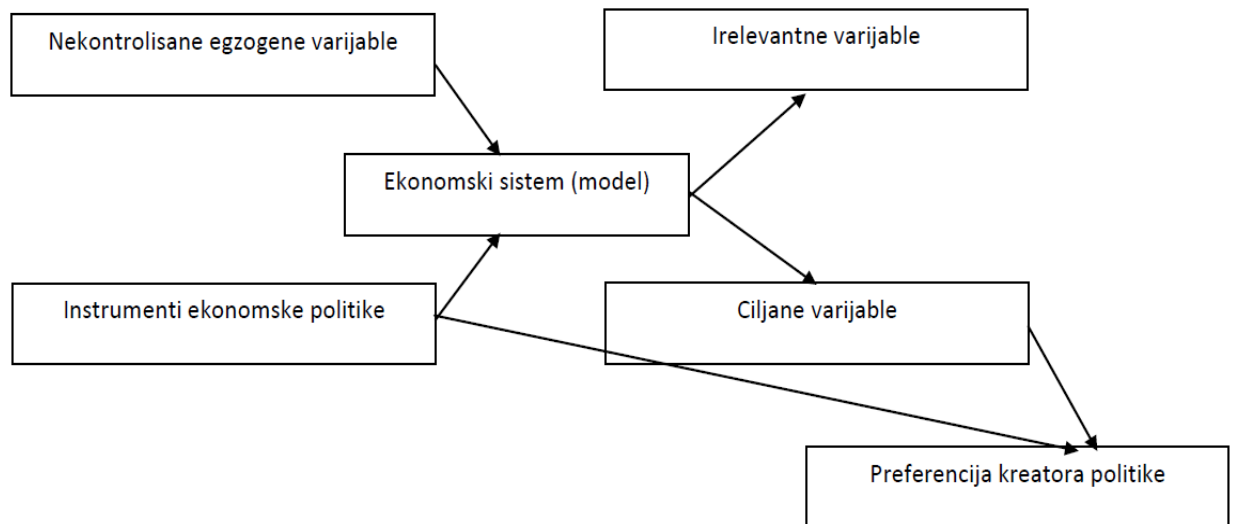
Klasična teorija ekonomske politike kao polaznu pretpostavku podrazumijeva postojanje najmanje jednog kreatora politike na centralnom nivou, s dobro definisanim preferencijama i adekvatnim setom instrumenata koji mu stoje na raspolaganju. Implicira postojanje elemenata za šemu donošenja odluka kada je riječ o planiranju ekonomske politike kao i postojanje nekoliko varijabli svrstanih u nekoliko klasa. Pomenute varijable su podijeljene na:

- 1) Egzogene, koje nijesu objašnjene modelom ekonomskog sistema koji je uzet u razmatranje:
  - a) Kontrolisane egzogene varijable koje su pod kontrolom kreatora politike (instrumenti ekonomske politike);
  - b) Nekontrolisane egzogene varijable.
- 2) Endogene, koje su objašnjene modelom ekonomskog sistema
  - a) Ciljane varijable, koje su uzete kao takve od strane kreatora politike;

- b) Irelevantne varijable, koje nijesu ciljane od strane kreatora politike, sporednog su dejstva i predstavljaju prateću pojavu ekonomske politike.

Na osnovu pomenutih varijabli razvijen je okvir za „teoriju ekonomske politike“, prikazan na grafiku (1):

Grafik 1: Proces donošenja odluka kod planiranja ekonomske politike



Izvor: Reinart, 2009; str. 158.

U skladu s prethodno navedenim može se naglasiti da se suština tradicionalne teorije ekonomske politike svodi na činjenicu da je njen glavni cilj da uz minimalne troškove smanji devijaciju stvarnih od željenih vrijednosti onih ekonomskih varijabli koje personifikuju društveno blagostanje. Ovo podrazumijeva:

- Sposobnost određivanja ciljeva kao zavisnih varijabli i korišćenje instrumenata kao nezavisnih varijabli;
- Najmanje onoliko nezavisnih instrumenata koliko ima nezavisnih ciljeva;
- Egzogenost instrumenta u smislu kontrole;
- Jedinствену prirodu aktera koji kontroliše instrumente.

Nezaobilazan segment tradicionalne (klasične) teorije ekonomske politike, kojom se ona zaokružuje, jeste postojanje pretpostavke da stvarna vrijednost ciljanih varijabli odstupa od željenih usljed postojanja tržišnih nedostataka, kao i da će ukoliko ekonomska politika bude vođena na adekvatan način doprinijeti povećanju društvenog blagostanja.<sup>1</sup>

Stoga jedan od rodonačelnika teorije ekonomske politike – Tinbergen (1955) ekonomsku politiku definiše kao proces koji podrazumijeva:

<sup>1</sup> Vidjeti: Arne, 2009.

1. Izbor društvenih prioriteta;
2. Formulisanje ciljeva ekonomske politike na osnovu društvenih prioriteta;
3. Izbor odgovarajućih instrumenata za postizanje ciljeva;
4. Određivanje kvantitativnih vrijednosti odabranih instrumenata;
5. Određivanje veze između ciljeva i instrumenata s jedne strane i strukturnih međuzavisnosti privrede s druge strane.

Ipak, klasična teorija ekonomske politike se kasnije našla pod udarom škole racionalnih očekivanja ili u ekonomskoj teoriji poznate „Lukasove kritike“. Teorija govori o neefikasnosti ekonomske politike, iz razloga što se pretpostavlja da je privredni subjekti anticipiraju na osnovu saznanja o ponašanju njenih kreatora u zavisnosti od različitih privrednih okolnosti. Zato samo prilagođavanje ponašanja privrednih subjekata neutrališe mjere preduzete od strane kreatora ekonomske politike. Pod uticajem pomenute kritike, tradicionalna teorija gubi na značaju, tako da se 1980-tih godina razvija nova teorija ekonomske politike (Barro i Gordon, 1983) koja pitanjima efikasnosti ekonomske politike pristupa na strateški drugačiji način. Modeli teorije igara postaju uobičajen način za bavljenjem problemima vezanim za ekonomsku politiku, kojima se dosljedno prevazilazi Lukasova kritika.<sup>2</sup>

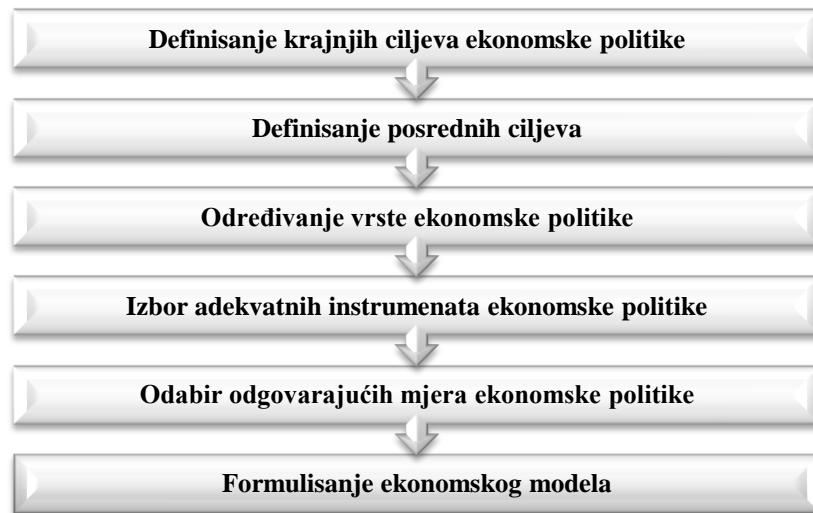
Nezavisno od toga da li je riječ o tradicionalnoj ili novoj teoriji ekonomske politike, neophodan preduslov uspješnosti ekonomske politike predstavljaju unaprijed određeni ciljevi, relevantni instrumenti, pravovremeno preduzimanje mjera od strane subjekata, kao i njihova adekvatna koordinacija. Na osnovu toga se može zaključiti da je ekonomska politika složen, ali i fleksibilan sistem sastavljen iz nekoliko elemenata, da je riječ o dinamičkom procesu prilagodljivom novim okolnostima, zbog čega nastaje vremenska nekonzistentnost u procesu ekonomske politike<sup>3</sup>, da uloga nosioca pripada državnim organima, da je okrenuta ostvarivanju unaprijed definisanih ciljeva, i da se ostvaruje korišćenjem adekvatnog instrumentarijuma koji joj stoji na raspolaganju. Savremena relevantna ekonomska literatura ukazuje da proces ekonomske politike prolazi kroz više faza:

---

<sup>2</sup> Detaljnije o tome: Hallett, Di Bartolomeo i Acocella, 2008.

<sup>3</sup> Pogledati: Kydland i Prescott, 1997.

Grafik 2: Proces ekonomske politike



## 1.2. Teorijski pristup ciljevima ekonomske politike

Izučavanje procesa ekonomske politike nedvosmisleno pokazuje da je polazna pretpostavka svake akcije usmjerene u pravcu odabira vrste ekonomske politike, odnosno instrumentarijuma koji joj stoji na raspolaganju, formulisanje postavki usmjerenih u pravcu promjene postojećeg stanja u privredi. Pomenute postavke, odnosno formulisani zadaci koji se ne mogu ostvariti bez svjesne aktivnosti ili spontanog djelovanja tržišta, predstavljaju ciljeve ekonomske politike. Kao takvi su doskoro ostavljali malo prostora za neslaganja među ekonomskim teoretičarima, iako je primjetna veća pažnja koja se posvećuje ovoj problematici u novije vrijeme, a posebno nakon ekonomske krize nastale u SAD-u krajem 2007. godine. Kriza je zbog posljedica na svjetsku privredu ponovo aktualizovala ovu tematiku.

Generalno rečeno, cilj svake ekonomske politike je maksimiziranje društvenog blagostanja na ravnomjeren i održiv način (Spiegl, 2007, str. 6). Prihvatanjem generalnog zahtjeva svake ekonomske politike, nedvosmisleno se zaključuje da su ciljevi koji zadovoljavaju prethodan iskaz ne samo mnogobrojni, već i različiti po značaju. Zato se prije formulisanja cilja od strane subjekata ekonomske politike, koji se koriste ekonomskom disciplinom zvanom teorija javnog izbora<sup>4</sup>, mora voditi računa o tome da oni budu kvalitativno, kvantitativno i vremenski određeni, kao i da su realni, međusobno uskladivi i rangirani po prioritetima.

Uzimajući pomenute pretpostavke u obzir, među ciljevima se izdvajaju: smanjenje nezaposlenosti, povećanje stope privrednog rasta, stimulisanje izvoza, poboljšanje akumulativne sposobnosti privrede, stabilne cijene, uravnotežen platni bilans, i slično.

---

<sup>4</sup> Način donošenja odluka od strane subjekata ekonomske politike se objašnjava posebnom naučnom disciplinom – teorijom javnog izbora, čije su posebne djelove izučavali brojni teoretičari: Downs (1937); Buchann (1962); Arrow (1951); Nordhaus (1975); Terrson i Tibellini (1999); i mnogi drugi.

Ipak, bez obzira na brojnost ciljeva, tradicionalna ekonomska teorija je najvećim dijelom prihvatila da u najvažnije ciljeve spadaju:

- Visok i stabilan nivo zaposlenosti;
- Niska i stabilna stopa inflacije;
- Zadovoljavajući privredni rast;
- Uravnotežen platni bilans.

S druge strane, dešavanja koja su karakteristična za posljednjih nekoliko decenija uticala su na činjenicu da se sve glasnije zagovara teza da za ciljeve ekonomske politike treba uzeti:<sup>5</sup>

- Ekonomsku stabilizaciju (izbjegavanje visoke inflacije i recesije);
- Adekvatnu distribuciju kapitala;
- Postizanje širokih socijalnih ciljeva (obrazovni, zdravstveni, bezbjednosni ciljevi)<sup>6</sup>;
- Pružanje stabilne osnove za ekonomski razvoj.<sup>7</sup>

Uzimajući u obzir pomenute ciljeve kao mogući izbor od strane subjekata ekonomske politike, potrebno je naglasiti da su azijska kriza iz 1997. godine kao i kriza nastala u Japanu početkom 90-tih godina predstavljale veliko upozorenje kreatorima makroekonomske politike kada je riječ o tvrdom insistiranju na pojedinim ciljevima ekonomske politike od strane *laissez-faire* orijentisanih ekonomista, čiji se glas do tada najviše čuo. Najnovija kriza nastala na američkom hipotekarnom tržištu 2007. godine definitivno je izbacila u prvi plan potrebu uzimanja ekonomske stabilizacije kao jednog od osnovnih ciljeva ekonomske politike, na čemu insistiraju novi klasici u skorijim ekonomskim istraživanjima.<sup>8</sup> S druge strane, tvrdo insistiranje na eliminisanju inflacije, od strane praktično najvećeg broja makroekonomista, temelji se na nekoliko razloga, od kojih je najznačajniji taj da je inflacija skupa i da se zbog toga mora izbjegavati. Istraživanja koja su sprovedli Bruno i Easterly (1996) zaista potvrđuju da visoka inflacija košta, ali i to da ne postoje dokazi da je niža stopa inflacije skupa. Akerlof, Dickens i Perry (1996) dokazuju da niži nivo inflacije čak može poboljšati ekonomske performanse u poređenju s izuzetno niskom i nultom inflacijom. Stoga se može zaključiti da bi prioritet trebao biti kontrolisanje visoke i srednje stope inflacije, jer insistiranje na obaranju ionako niske stope inflacije ne doprinosi poboljšanju ekonomskih performansi jedne zemlje.

Na važnosti druge i treće grupe ciljeva ekonomske politike posebno istrajavaju kritičari međunarodnih finansijskih institucija koje su glavni promoteri politike zasnovane na vašingtonskom konsenzusu, među kojima se posebno izdvaja Stiglitz.<sup>9</sup>

---

<sup>5</sup> Detaljnije pogledati: Harris, 2001.

<sup>6</sup> Ova grupa ciljeva je prepoznata u kejnzijskoj ekonomiji i inkorporirana u New Deal, da bi kasnije bila izostavljena od strane pobornika čiste kvantitativne makroekonomije.

<sup>7</sup> Pogledati na primjer: Solow, 1987.

<sup>8</sup> Na preispitivanju ciljeva ekonomske politike posebno insistira Paul Krugman u svojim radovima iz 1999. i 2000. godine, a detaljnije o razlozima pogledati: Krugman, 1999; Krugman, 2000; Krugman, 2009.

<sup>9</sup> Detaljnije pogledati: Stiglitz, 1998; Stiglitz, 1999.

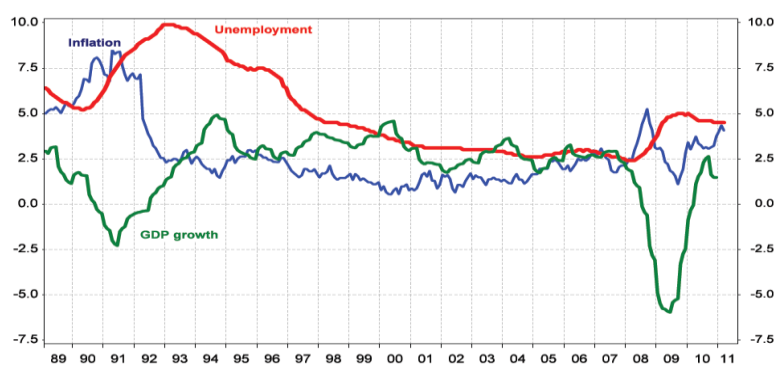
Sen (1999) i Streeten (1991, 1998) zaključuju da bi pitanja pravične distribucije i socijalnih investicija morala biti uključena u set redefinisanih ciljeva ekonomske politike.

Četvrta grupa ciljeva je posebno apostrofirana u posljednje vrijeme od strane ekoloških ekonomista, koji stoje na stanovištu da bi tvrdo insistiranje na privrednom rastu kao cilju ekonomske politike trebalo zamijeniti orijentaciji ka održivom privrednom rastu, te da bi mnogo više nego ranije trebalo insistirati na ljudskom i prirodnom kapitalu u kontekstu dugoročnog privrednog rasta.<sup>10</sup>

Riječju, sve četiri grupe ciljeva će vrlo vjerovatno biti sastavni dio ciljeva ekonomske politike XXI vijeka, što će s druge strane zahtijevati promišljanje i preispitivanje ne samo ciljeva, već i strategija i instrumentarijuma ekonomske politike.

Imajući prethodno u vidu, može se zaključiti da ciljevi mogu među sobom biti nezavisni, da je znatno vjerovatnije da su komplementarni, ali i takođe vjerovatno da su konfliktni, posebno u manje razvijenim zemljama. Moguće konfliktnosti su brojne, kao na primjer između inflacije i nezaposlenosti, privrednog rasta i ekološke održivosti, privrednog rasta i inflacije, privrednog rasta i platnog bilansa, privrednog rasta i negativnih eksternalija, i slično. Kada je konfliktnost naročito izražena, postavlja se pitanje kojim ciljevima dati prioritet, što će svakako varirati od države do države u zavisnosti od toga kroz koju fazu razvoja prolazi, što se može i vidjeti iz grafika (3):

Grafik 3: Konfliktnost ključnih ciljeva ekonomske politike, na primjeru Velike Britanije



Izvod: Reuters EcoWin

Nakon što se odrede opšti ciljevi ekonomske politike i prihvate od strane donosilaca odluka, potrebno je pristupiti definisanju posrednih ciljeva, preko kojih će se ostvariti opšti ciljevi. Posredni ciljevi takođe služe i da bi se u odnosu na njih odabrao adekvatan instrumentarijum preko kojeg će se ciljevi ostvariti. Zbog značajne uloge koju posredni ciljevi imaju usljed nepostojanja direktne veze između instrumentarijuma i krajnjih ciljeva ekonomske politike, potrebno je naglasiti da varijabla koja se uzima kao posredan cilj mora zadovoljiti brojne kriterijume, među

<sup>10</sup> Detaljnije o tome: Daly, 1991; Daly, 1996.

kojima se svakako izdvajaju oni koji se odnose na činjenicu da moraju biti mjerljivi, povezani s opštim ciljem, da su pod kontrolom subjekata ekonomske politike, kao i da su administrativno i politički ostvarivi (Meyer, Duesenberry i Aliber, 1993, str. 408).

### 1.3. Holistički pristup instrumentarijumu ekonomske politike

Definisanjem opštih i posrednih ciljeva, subjekti ekonomske politike stvaraju pretpostavke za izbor odgovarajućeg instrumentarijuma, pomoću kojeg se obezbjeđuje realizacija pomenutih ciljeva. Izbor odgovarajućeg instrumentarijuma ekonomske politike, u koji se ubrajaju instrumenti<sup>11</sup> i mjere<sup>12</sup>, predstavlja ključni problem ekonomske politike, od čijeg načina rješavanja uostalom zavisi i njena uspješnost. Ovo iz razloga što postoji ispreplijetanost među njima zbog činjenice da se instrumentima najčešće utiče na više ciljeva, u izuzetno rijetkim slučajevima na jedan. S druge strane, imamo prisustvo komplementarnosti i konfliktnosti ciljeva, što usložnjava čitav proces.

Zato i ne čudi što je Tinbergen (1956), utemeljivač teorije ekonomske politike, svojevremeno kazao da je preduslov uspješne politike postojanje najmanje onoliko instrumenta koliko ima i ciljeva ekonomske politike. Nobelovac Mundell je 60-tih godina XX vijeka pokušao da riješi pomenuti problem sugerisanjem da se svakom instrumentu dodijeli poseban cilj ekonomske politike, u namjeri da se time istovremeno obezbijedi interna i eksterna ravnoteža, što je od izuzetne važnosti zbog perioda konstantnog otvaranja nacionalnih ekonomija prema svjetskoj ekonomiji. Pomenuti princip svakako nije lako implementirati iz razloga što moderna ekonomska teorija dokazuje da su rijetki instrumenti koji utiču na samo jedan cilj, kao što su rijetki i ciljevi koji su pod uticajem jednog instrumenta.

Znatno kasnije od Mundella, Branson (1995) je primjenjujući gornji princip došao do zaključka da bi fiskalnu politiku trebalo koristiti za postizanje unutrašnje ravnoteže, politiku kamatnih stopa za tekući bilans, dok bi monetarnu politiku valjalo upotrijebiti za uticanje na kapitalni bilans. Oдавde se zaključuje da se veliki broj instrumenata koristi za postizanje finansijske stabilnosti, dok se svega nekoliko koristi radi ostvarivanja uticaja istovremeno i na finansijsku stabilnost i na održiv privredni rast i povećanje zaposlenosti, što su ciljevi ekonomske politike na kojima se u posljednje vrijeme sve snažnije insistira. Ovo značajno povećava potrebu da se intenzivno radi na povećanju broja instrumenata kojima će se značajnije uticati na ciljeve iz realne ekonomije, poput privrednog rasta i povećanja zaposlenosti, u okviru standardnog okvira koji je formulisao Mundell. Ekonomski problemi koji su se manifestovali u vidu nekoliko ekonomskih kriza, a posebno u posljednjoj koja je najveća od Velike depresije 30-tih godina XX vijeka, potvrđuju potrebu da se na tome insistira, pogotovo u svijetlu činjenice da je pritisak na instrumente ekonomske politike bio

---

<sup>11</sup> Instrumenti su kontrolisane ekonomske varijable od strane subjekata, čijim promjenama se utiče na jedan ili više ciljeva.

<sup>12</sup> Pod mjerama se podrazumijeva promjena, ukidanje ili uvođenje novog instrumenta.



toliko izražen, zbog čega se njihov broj radije smanjivao umjesto da se povećava, čineći izazov postizanja realnih ekonomskih ciljeva potpunijim.<sup>13</sup>

Poseban izazov kod vođenja ekonomske politike predstavljaju brojna ograničenja koja taj proces čine složenijim. Ograničenja su vezana ne samo za problem međusobnog usklađivanja ciljeva i instrumenata ekonomske politike, već i za ograničenja koja se tiču tzv. „vremenske nekonzistentnosti“, vremenskih kašnjenja, pa sve do onih koja se odnose na način organizacije i funkcionisanja privrede poput – političkih, socijalnih, institucionalnih i mnogih drugih.

Pred subjektima ekonomske politike se ne postavlja isključivo zadatak da pronađu najbolju kombinaciju instrumentarijuma kojim se postižu određeni ciljevi, već je jednako važno i pitanje pronalaženja pravog momenta za početak njihove implementacije. S tim u vezi, vremenska nekonzistentnost (nedosljednost), koja je od izuzetnog značaja, odnosi se na iskušenje subjekata da odstupe od ekonomske politike koju su prethodno objavili, kao i na reakciju javnosti na činjenicu da je vođenje ekonomske politike podložno vremenskoj nekonzistentnosti.

Naime, makroekonomska istraživanja 60-tih i 70-tih godina XX vijeka su poklanjala veliku pažnju očekivanjima od strane privatnog sektora. S druge strane, Friedman i Phelps su krajem šezdesetih godina svoju teoriju bazirali na Phillipsovoj krivoj gdje je veza između inflacije i nezaposlenosti zavisila od očekivane inflacije. Znatno dublja istraživanja su vršena sedamdesetih godina kada je bila aktuelna Lucasova škola racionalnih očekivanja. Ipak, Kydland i Prescott (1977) su praktično dodali novu dimenziju problematici vezanoj za očekivanja, za šta su 2004. godine dobili i Nobelovu nagradu. Pomenuti autori su ukazali na porijeklo problema vremenske nekonzistentnosti ekonomske politike, koje se sastoji u činjenici da se bez unaprijed utvrđenih pravila kod vođenja ekonomske politike, subjekti suočavaju s problemom kredibiliteta, što znači da ako su očekivanja privatnog sektora racionalna, unaprijed određene ciljeve ekonomske politike nemoguće je postići putem diskrecione politike. Barro i Gordon (1983) su produbili istraživanja na pomenutu temu ponovo ukazujući na problem kredibiliteta ekonomske politike usljed postojanja fenomena njene vremenske nekonzistentnosti.

Ipak, četiri ključna istraživanja koja su sprovedena u ovoj oblasti, a koja su prethodno navedena, ukazuju na postojanje problema vremenske nekonzistentnosti, čega kreatori ekonomske politike svakako moraju biti svjesni. Ali se ipak mora imati u vidu činjenica da se pomenuta istraživanja odnose na periode bez izraženijih šokova, kako primjećuje Clarke (n.d.), a čak istraživanja potvrđuju da bi daleko od ispravnog bilo držanje po strani subjekata ekonomske politike kada se privreda suočava s pomenutim šokovima, što uzimajući u obzir posljednje turbulencije u svjetskoj ekonomiji treba imati u vidu.

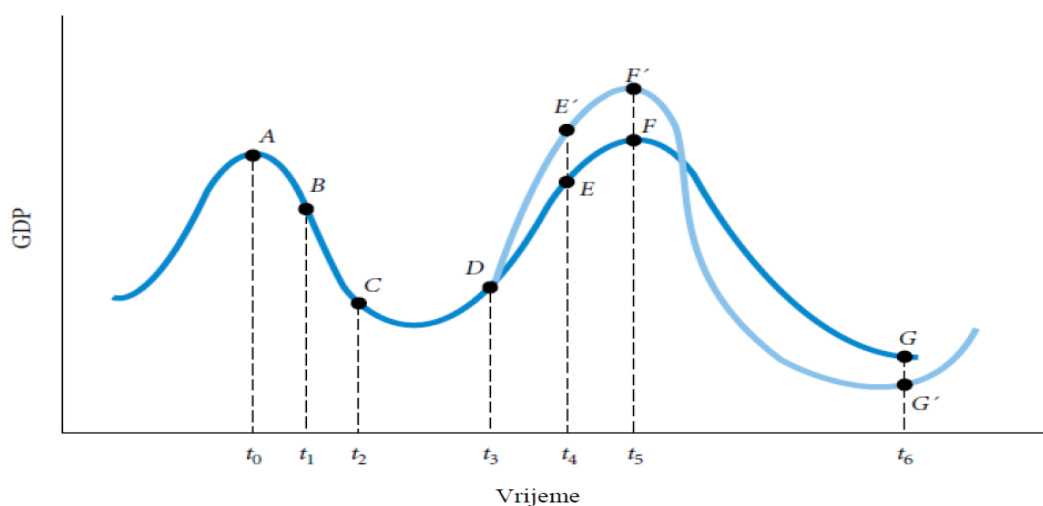
Poseban problem predstavlja vremensko kašnjenje uticaja instrumenata ekonomske politike na krajnje ciljeve, koje je inače izuzetno varijabilnog karaktera u vremenu, a nestandardno kada je riječ o uzroku, što problem čini potpunijim. Iako stabilizacioni ciljevi spadaju u značajnije ciljeve ekonomske politike koje subjekti nastoje da

---

<sup>13</sup> Detaljnije o tome: Bradford, 2005.

ostvare, ipak ih nije lako dostići ponajviše zahvaljujući postojanju tri vrste kašnjenja: kašnjenja prepoznavanja, kašnjenja izvršenja i kašnjenja uticaja. Friedman, koji je glavni kritičar politike stabilizacije, ukazivao je na činjenicu da efekti nastojanja subjekata ekonomske politike da vode stabilizacionu politiku često bivaju kontraproduktivni, odnosno utiču na postizanje lošijih rezultata od onih koji bi bili postignuti da se uopšte nije posezalo za bilo kakvim instrumentarijumom, što se objašnjava i grafikom (4):

Grafik 4: Mogući negativni efekti stabilizacione politike



S druge strane, u cilju lakšeg postizanja konzistentnosti ekonomske politike, teži se njenoj multiinstrumentalnosti. Jedan od osnovnih razloga je taj što je u tom slučaju izbor i kombinacija instrumenata jednostavnija zbog njihovog većeg broja. Takođe je veća mogućnost neutralizacije nepovoljnih učinaka za pojedine subjekte i grupe. Postoji i manji otpor prema njihovoj primjeni usljed povećane mogućnosti pravednije raspodjele tereta koji se stvara na one subjekte na koje se mjere ekonomske politike odnose.

S obzirom na veliki broj instrumenata, mogu se grupisati na nekoliko različitih načina, u zavisnosti od kriterijuma koji je uzet kao osnov za podjelu. Tri standardna instrumenta ekonomske politike koja se koriste za stabilizaciju ekonomije su monetarna, fiskalna i devizna politika, iako još uvijek do kraja nije ispitana efikasnost svakog od ovih instrumenata (Spiegl, 2007, str. 15). Ipak je najzastupljenija podjela koja uzima u obzir najvažnije instrumente, u koje spada: monetarna politika, fiskalna politika, politika ekonomskih odnosa s inostranstvom, politika dohodaka i politika cijena. Posebno važno je pomenuti i podjelu prema načinu djelovanja, koja uzima u obzir: ugrađene stabilizatore, instrumente povezane s pravilima, diskrecione instrumente i instrumente propisane zakonom.

## **2. Teorijski pristup razvoju monetarne i fiskalne politike**

Doktrinarni pristup izučavanju elemenata ekonomske politike i načina na koji djeluje pokazao je da je ekonomska politika vremenom poboljšavana, i još uvijek se poboljšava, ali logično nosi pečat vremena u kojem je egzistirala, te bi se u tom kontekstu i morala izučavati. Teorijski pristup i teorijsko uobličavanje monetarne i fiskalne politike nastaje usljed činjenice da je bilo neophodno praktično rješavati pojedina pitanja iz njenog djelokruga, čime se postepeno pravila adekvatna osnova za razvoj ove ekonomske nauke.

S druge strane, razvoj teorijskih koncepcija monetarne i fiskalne politike pokazao je da, iz današnje perspektive gledano, postoje pojedinačne ideje koje su jednako aktuelne i praktično primjenjive, što se svakako ne bi moglo reći za čitav sistem ekonomske teorije koji je u vidu ekonomskih škola postojao u određenim vremenskim etapama. To je, uostalom, i logično zbog činjenice da se svaka doktrina mora posmatrati u kontekstu vremena u kojem je postojala i bila prihvaćena kao takva. Ovo svakako ne umanjuje značaj izučavanja doktrinarnog pristupa monetarne i fiskalne politike, jer njegovo poznavanje predstavlja uslov novih sinteza pomenutih ideja i predstavlja neophodnu osnovu za inspiraciju i razvoj novih. Tome treba dodati i mnogo puta dokazanu činjenicu da su neuspjesi s kojima se savremena teorija suočava, dobrim dijelom rezultat nedovoljne posvećenosti i uvažavanja iskustava iz istorije.

### **2.1. Starije teorijske koncepcije monetarne i fiskalne politike**

Kako ekonomija kao nauka nije imala tokom većeg dijela istorije poseban identitet, koji je posmatran izvan društvene misli uopšte, a koji počinje da se gradi tek od XVIII vijeka, znatno je otežano izučavanje prvih ekonomskih načela, a samim tim i početnih teorijskih koncepcija monetarne i fiskalne politike. Međutim, začetke monetarne i fiskalne politike u smislu pojedinačnih nepovezanih ideja datiraju mnogo prije, počev od Starog Istoka odakle se počela razvijati nauka uopšte, a posebno ekonomska misao. Važno je naglasiti da su pomenuti začeci nastajali kao rezultat želje vladara da ostvare svoje ciljeve, od kojih je osnovni bio namjera očuvanja njegove moći. Iz takvog cilja ekonomske politike proizilaze i ostali posredni ciljevi koji se odnose na privredni razvoj, zaštitu tadašnjeg društvenog uređenja i slično. U tom kontekstu je neophodno posmatrati pojedine segmente fiskalne politike koji su se javljali u tom periodu a vezani su za početak razvoja raznovrsnih oblika prikupljanja javnih prihoda u Staroj Indiji, Persiji i Staroj Kini. Pojavni oblici pojedinih elemenata fiskalne politike oličeni u počecima razvoja poreskih sistema bili su usmjereni isključivo u pravcu stvaranja osnove za nesmetano funkcionisanje robovlasničkog društvenog uređenja, pa bi ih u tom kontekstu trebalo i posmatrati.

Slično Starom Istoku, i period Antičke Grčke i Rima je takođe karakterističan po činjenici da su ideje i razmišljanja koja su bila usmjerena ka monetarnoj i fiskalnoj politici bile sporadičnog, a ne sistemskog karaktera, i da se javljaju kao sastavni djelovi promišljanja istaknutih pojedinaca o društvu, filozofiji, politici, religiji, i slično. Ipak, ekonomska pitanja u djelima pojedinih grčkih filozofa, od kojih prednjače Platon i Aristotel, iako uzgredno razmatrana, predstavljaju temelje ekonomske nauke uopšte, a samim tim predstavljaju i polaznu tačku ekonomske politike.

U tom smislu, temelji monetarne politike nastaju u periodu Antičke Grčke, kada se i javljaju prva ozbiljnija razmatranja pojedinih pitanja, poput pitanja suštine novca, funkcija koje novac obavlja, pitanja kamate, kapitala i bogatstva. Zato je u pravu Cameron (2008, str. 112) koji kaže da kada govorimo o ekonomskoj misli Antičke Grčke, onda je prva asocijacija njihovo razmišljanje o bogatstvu, novcu i kamati.

Za razliku od monetarne politike, problematika blisko povezana s fiskalnom politikom ipak je bila na većem stepenu razvoja. Ovo iz razloga što je već tada postojao sistem za prikupljanje javnih prihoda, koji je poticao ne samo od obilnog iskorišćavanja robovske radne snage, te prihoda od pljačke i ratnih prihoda, već su postojali i drugi oblici dažbina: domeni, tributi, takse, liturgije, trijararhije.<sup>14</sup>

Javni rashodi su se najčešće finansirali iz posebnih fondova koji među sobom nijesu bili povezani. I pored činjenice da sistem javnih prihoda i javnih rashoda u antičkom periodu karakteriše nepostojanje jasnih odredaba o izvoru prikupljanja prihoda, vremenu ubiranja i svrsi njihovog trošenja, relevantna ekonomska literatura potvrđuje postojanje nekih rudimentarnih oblika budžeta, koji je više imao karakteristike završnog računa zbog činjenice da je pravljen u formi izvještaja o prikupljenim i utrošenim sredstvima od strane osoba kojima je bilo povjereno obavljanje određenih „javnih funkcija“. Dakle, tzv. ekonomska politika u ovom periodu je, za razliku od one na Starom Istoku, raspolagala sa znatno većim brojem instrumenata koji su sporadično korišćeni za održavanje robovlasničkog društveno–ekonomskog sistema, što je s druge strane i bio osnovni cilj ekonomske politike kojem se težilo.

Ekonomisti koji su izučavali razvoj ekonomske misli, u potpunosti su saglasni da je doprinos Rimljana zanemarljiv (Galbraith, 1988, str. 13). Ipak, pod uticajem okruženja u kojem su funkcionisali, kao i društveno ekonomskog sistema karakterističnog za ovaj period, došlo je do daljeg razvoja pojedinih ideja vezanih za ekonomsku politiku, posebno fiskalnu politiku. Naime, poreski sistem je bio veoma razvijen za to vrijeme, i posjedovao je široku mrežu lica zaduženih za prikupljanje javnih prihoda, usljed činjenice da je trebalo obezbijediti značajna finansijska sredstva za normalno funkcionisanje rimske imperije, što je bio i osnovni cilj ekonomske politike, slično kao i u Starom Istoku i Antičkoj Grčkoj. U najranijim danima rimske imperije, porezi su bili veoma skromni i odnosili su se na različite objekte, uključujući zemlju, kuću, robove, životinje, novac i lične stvari. Njihova visina je određivana u zavisnosti od potreba finansiranja vojske tokom ratnih pohoda, koje su se povećavale onako kako je Rimsko carstvo proširivalo svoju teritoriju. Potrebe za održavanjem vojske su konstantno rastle, pa je u skladu s tim povećavano i poresko opterećenje, koje je na kraju uticalo na snažnu pojavu poreske evazije, koja je dobrim dijelom doprijenijela nestajanju Rimskog carstva.<sup>15</sup> Neki rimski imperatori su neslavno prošli pokušavajući da pronađu izlaz iz takve situacije korišćenjem oskudnih znanja iz monetarne ekonomije, i to na način što su umjesto povećanjem poreza, nedostatak novca u državnoj kasi nastojali da nadomjeste smanjivanjem težine plemenitih metala od kojih je kovan novac, što je umjesto povećanja poreskih prihoda rezultiralo

---

<sup>14</sup> Značajan izvor prihoda je prikupljan od carina zbog protekcionističkog karaktera spoljnotrgovinske politike koja se sastojala od čitavog niza zabrana i ograničenja.

<sup>15</sup> Detaljnije o tome: Bartlet, 1994.

povećanjem inflacije.<sup>16</sup> S druge strane, u odnosu na ekonomsku politiku Antičke Grčke, njihova ekonomska politika je bila znatno decentralizovanija usljed činjenice da je ogromna površina koju je carstvo zauzimalo praktično onemogućila centralizovan sistem.

Za razliku od srednjeg vijeka, odnosno perioda od X do XV vijeka kada do izražaja dolaze srednjevjekovni teolozi sholastici, koji osim želje da rekonstruišu etičku osnovu ekonomskog života i razmatranja o ulozi novca i kamate, nijesu dali konkretnije i opipljivije doprinose ekonomskoj nauci, pa samim tim ni monetarnoj i fiskalnoj politici, era merkantilizma (trgovačkog kapitalizma) predstavlja period u kojem se javljaju relativno zaokružene koncepcije o brojnim ekonomskim pitanjima, odnosno o ekonomskoj politici.

Riječ je zapravo o koncepciji ekonomske politike aktuelnoj u XVI i XVII vijeku, sa sljedećim karakteristikama:

- Osnovni cilj vlade treba da bude usmjeren ka potrazi za maksimalnom akumulacijom plemenitih metala (zlata i srebra);
- Protok novca u zemlju se obezbjeđuje izvozom i ograničavanjem uvoza, putem direktnih i indirektnih mjera;
- Postoji specifičan pogled na svijet koji podržava izbor vezan za posjedovanje plemenitih metala i snažnu državnu intervenciju (Gouzdvaard, 2007, str. 7).

Dakle, očigledno da je raspad naturalne privrede, nastanak prvih manufaktura i postepeni razvoj robne razmjene uticao na promjene u instrumentima ekonomske politike, pogotovo spoljnotrgovinske, ali i fiskalne politike. Po prvi put se javlja sistem ekonomske misli koji je usmjeren ka naglašenom značaju državne intervencije usmjerene u pravcu obezbjeđivanja preduslova za povećanje nacionalnog bogatstva. Bogatstvo je obično izjednačavano s novcem, a ne s realnim dobrima, i predstavljalo je krajnji cilj ekonomske politike. Kako se nacionalno bogatstvo po njima iskazuje u novcu, a do novca se dolazi putem spoljne trgovine, spasonosno rješenje su našli u uvoznim carinama, kvotama i subvencijama, koje bi onemogućile odliv novca a samim tim i smanjivanje bogatstva.

Međutim, i merkantilizam se vremenom razvijao. Tako je na primjer u ranom merkantilizmu (bulionizmu) ekonomska politika usmjeravana isključivo ka novčanom bilansu zemlje, što znači da se vodilo računa samo o prometu. U poznom merkantilizmu ekonomska politika je korišćena za podsticanje zanata i trgovine, na osnovu čega se zaključuje da je predmet interesovanja bio trgovinski bilans, dok se sada proizvodnja koristila za povećanje bogatstva. Ipak, konstantno se prenebregava činjenica da je bogatstvo znatno širi pojam od novca i da je novac samo jedan od oblika bogatstva, kao i to da monetarni faktori ne mogu imati primat u odnosu na realne.

---

<sup>16</sup> Detaljnije o tome: Bartlet, 1994; Frank, 2004.

Državni intervencionizam u oblasti spoljne trgovine, kako se najjednostavnije može sublimirati merkantilistička ekonomska politika, najbolje se može razumjeti ako se posmatra u kontekstu istorijskih okolnosti u kojima je djelovao.<sup>17</sup> Tako je opravdano zalaganje za jaku nacionalnu državu koja je predstavljala odgovor na raspad feudalnog sistema, kao što je razumljivo i insistiranje na obezbjeđivanju novca kroz spoljnu trgovinu zbog ograničene domaće proizvodnje. U uslovima nepostojanja dovoljno dobrih mogućnosti za podsticanje domaćeg investiranja, pozitivan spoljnotrgovinski bilans je bila jedina mjera koja je bila na raspolaganju i koja je išla ne samo u pravcu povećanja inostranog investiranja, već i u pravcu obaranja domaće kamatne stope, što je podsticalo i domaće investiranje, a samim tim agregatnu tražnju i zaposlenost.<sup>18</sup>

Fiziokratizam, za mnoge prva prava škola ekonomske misli koja nastaje u Francuskoj kao odgovor na nezavidnu situaciju u kojoj su se našli poljoprivrednici zbog praktično isključive okrenutosti ka trgovini u prethodnom periodu,<sup>19</sup> njegovao je potpuno drugačiju ekonomsku politiku, koja se za razliku od prethodne bazira na laissez-faire ideologiji. Ako nešto ipak država treba da podstiče i usmjerava mjerama ekonomske politike, onda je to po njima poljoprivreda, jer se smatrala jedinom produktivnom djelatnošću, uvodeći time novi pogled na nacionalno bogatstvo. Zato Viggi (2004, str. 7) konstatuje da prosperitet zemlje direktno zavisi od produktivnosti u poljoprivredi, a ne od spoljne trgovine i trgovaca, što je slučaj u merkantilizmu.

Poseban zaokret su napravili u fiskalnoj politici zagovarajući značajno smanjivanje fiskalnog opterećenja koje su uveli merkantilisti i implementaciju poreskog monizma u okviru kojeg bi bio prepoznat isključivo porez koji bi teretio vlasnike zemlje, kojim bi se oporezovao jedini čist proizvod. U suprotnom bi se bilo koji drugi porez, koji bi bio sastavni dio poreskog sistema, u krajnjem prevaljivao na poljoprivrednike i plaćao iz prihoda ostvarenog u ovoj djelatnosti, što bi praktično značilo da bi time svaki drugi porez pronalazio zaobilazni put do viška vrijednosti. Pri tom prenebregavaju činjenicu da se višak vrijednosti stvara ne samo u poljoprivredi, već i u svim drugim oblastima proizvodnje, tako da upravo ta jednostranost, u konačnom, predstavlja njihovu osnovnu grešku prilikom koncipiranja ekonomske politike, iz koje inače sve ostale proizilaze.

Klasična škola ekonomske misli, koja se javlja u periodu kada kapitalistički način proizvodnje pokušava da pronađe prostor za punu afirmaciju, donosi potpuni zaokret u ekonomskoj politici, posebno u odnosu na onu koja je važila u periodu trgovačkog kapitalizma. Osnovne postavke ekonomske politike su rezultat prihvatanja Sayovog zakona tržišta, zbog čega se na ekonomske slobode, odnosno slobodno tržište, gleda kao na preduslov daljeg privrednog prosperiteta. Sayov zakon se može obezbijediti samo oslobađanjem privatne inicijative, što se postiže nemiješanjem države u privredne tokove, odnosno odsustvom državne intervencije, što je ujedno i glavna pouka za ekonomsku politiku.

---

<sup>17</sup> O razlozima merkantilističke ekonomske politike pogledati: Rankin, 2011.

<sup>18</sup> Detaljnije: Keynes, 1936; str 182.

<sup>19</sup> O tome detaljnije: Higgs, 2001; str. 7.

Riječju, blagostanje se ne obezbjeđuje akumulacijom novca već kupovinom roba i usluga, ne od strane države, već od strane pojedinaca. Zbog toga nijesu potrebni instrumenti fiskalne politike da bi se postigao taj cilj, jer sve što je potrebno je neograničeno djelovanje slobodnog tržišta (Goudzvaard, 2007, str. 8). Za klasičare je usmjeravanje ekonomske aktivnosti putem fiskalne politike put u pogrešnu alokaciju resursa u odnosu na onu koja bi se izvršila u slučaju slobodnog djelovanja tržišnih zakonitosti. Država bi kod koncipiranja relevantnog poreskog sistema morala voditi računa o četiri poreska principa koje je ustanovio Smith, dok bi s druge strane trebala težiti smanjivanju koeficijenta fiskalnog opterećenja, jer se time manje zahvata u privatne dohotke i njihovu akumulaciju, čime se otvara prostor za privatnu inicijativu. Ekonomska teorija je poseban doprinos klasičara takođe vidjela u činjenici da su se svi poreski oblici razmatrali s mikroekonomskog ali i makroekonomskog stanovišta, bez obzira na različite zaključke do kojih su dolazili, jer je metodološki pristup koji su implementirali važniji u odnosu na pojedinačne zaključke.

Budući da su svaku potrošnju države smatrali neproduktivnom, klasičari su bili veliki protivnici korišćenja javnih zajmova, u kojima su vidjeli veliku opasnost za privredu svake zemlje, s obzirom da se, po njima, time sužava prostor za djelovanje „nevidljive ruke“, u čijoj osnovi je lični interes i egoizam pojedinca, zbog neadekvatnog korišćenja proizvodnih resursa. Sličnim argumentima se opravdava i politika budžetske ravnoteže, na kojoj su takođe čvrsto insistirali.

Monetarna politika iz ugla klasične škole ekonomske misli posmatra se kroz prizmu zlatnog standarda i kvantitativne teorije novca. Naime, monetarna teorija objašnjava da je u ovom periodu zlatni standard očuvan uprkos predlozima za uvođenje papirne valute. Najviše zbog činjenice da je u potpunosti odgovarao prihvaćenoj filozofiji laissez-faire politike iz razloga što je obezbjeđivao tzv. mehanizam automatskog ograničenja donosiocima odluka, koji po Schumpeteru ima znatno snažnije dejstvo u odnosu na potencijalnu parlamenatnu kritiku zbog kršenja liberalnih principa.

S druge strane, tokom XIX vijeka ekonomisti poput Thorntona, Ricarda i Milla dali su značajan doprinos monetarnoj teoriji. Thorntotn (1802) je dokazao da povećana ponuda novca utiče na povećanje inflacije, a ne utiče nužno na privredni rast. Ricardo je zaključio da uz stabilnu ponudu novca i bez promjene produktivnosti, povećanje brzine opticaja novca dovodi do povećanja nivoa cijena, dok su se brojna istraživanja Milla odnosila na međuzavisnosti između novca i cijena, pri čemu je definisan novac na način sličan današnjem definisanju (Ajuzie, Edoho, Kang, Uwakonye i Keleta, 2008, str. 2). Prihvatanjem kvantitativne teorije novca prihvata se princip neutralnosti novca, koja se odnosi na činjenicu da promjene novčane mase nemaju bitnijeg učinka na relativne cijene. Time se prihvata teza da su rad i prirodni resursi temelj bogatstva, a ne novac kako su merkantilisti smatrali.<sup>20</sup>

---

<sup>20</sup> Za detaljnije informacije o novcu i tada važećoj monetarnoj teoriji pogledati: Laidler, 1981; Ahiakpor, 1985.

## 2.2. Novije teorijske koncepcije monetarne i fiskalne politike

### 2.2.1. Doktrina državnog intervencionizma i monetarna i fiskalna politika

Keynes je nakon najgoreg perioda Velike depresije udario u temelje klasične škole ekonomske misli i širom otvorio vrata državnom intervencionizmu. Ključno pitanje kojim se bavio je modalitet makroekonomskog procesa prilagođavanja u situaciji poremećene opšte ravnoteže. Odbacio je osnovni postulat na kojem je zasnovana ekonomska misao klasičara, a koji se vezuje za Sayov zakon i princip globalne ravnoteže ponude i tražnje, objašnjavajući to činjenicom da bi zakon mogao važiti jedino u slučaju potrošnje cjelokupnog dohotka društva (što se inače ne dešava). Postavio je u prvi plan mogućnost i obavezu regulisanja privrednih ciklusa od strane države, čime je istakao značaj ekonomske politike. Princip pune ravnoteže u uslovima savršenog reagovanja ponude i tražnje na promjene cijena je, u stvari, poseban slučaj privredne ravnoteže koja se javlja ako je prisutna puna zaposlenost svih faktora proizvodnje. Keynes odbacuje moć tržišta kao samoregulišućeg mehanizma, i dokazuje da ne postoji način da nevidljiva ruka tržišta dovede do stanja pune zaposlenosti. Time je prihvatio princip inherentne nestabilnosti. Zbog toga je promovisao potrebu državne intervencije usmjerene u pravcu obnavljanja efektivne agregatne tražnje, u cilju vraćanja ekonomije u stanje pune zaposlenosti, i istovremeno je vjerovao da se taj cilj postiže prije putem fiskalne, a ne monetarne politike (Boettke, Smith i Snow, 2010, str. 8).

Uzimajući u obzir činjenicu da postoje velike varijacije kejnzijske ekonomije, ono po čemu se ona može prepoznati jeste prihvatanje sljedećih principa:

- Princip efektivne tražnje i paradoks štedljivosti;
- Princip postojanja nezavisne investicione funkcije;
- Princip priznanja kapitalizma kao najboljeg sistema, uz obavezu njegovog kontrolisanja;
- Princip inherentne nestabilnosti tržišta, posebno finansijskog;
- Princip potrebe za kontracikličnom fiskalnom politikom;
- Princip „životinjskog instikta“<sup>21</sup> (eng. Animal Spirit) i fundamentalna nesigurnost;
- Princip odbijanja neutralnosti novca i isticanje značaja likvidnosti;
- Princip opasnosti od deflacije plata i cijena;
- Princip putanje zavisnosti, višestruke ravnoteže i histerezis<sup>22</sup> (eng. Hysteresis);
- Princip postojanja nesavršenosti koje onemogućavaju prilagođavanje cijena (Lavoie, 2010, str. 191).

---

<sup>21</sup> Keynes termin „životinjski instikt“ koristi da objasni ljudsku emociju koja pokreće samopouzdanje i optimizam potrošača. Prema Keynesu, princip „životinjskog instikta“ utiče na stvaranje povjerenja među ljudima.

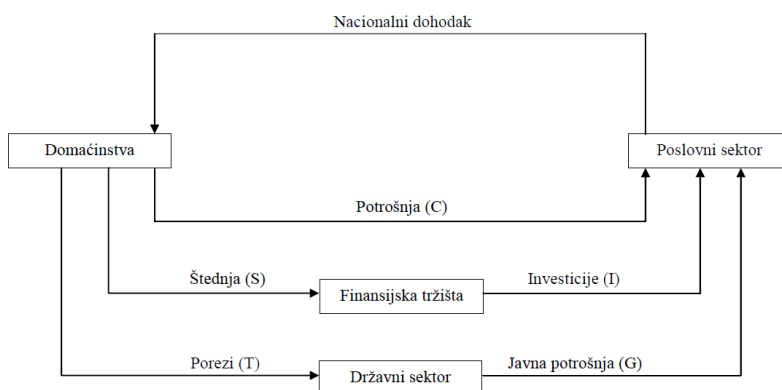
<sup>22</sup> Histerezis je izraz koji potiče iz fizike i označava silu koja ima produžen uticaj nakon prestanka djelovanja.



Kako je agregatna tražnja noseći stub državnog intervencionizma, posebna pažnja se poklanja i faktorima koji na nju utiču, a u koje spadaju: sklonost ka potrošnji, granična efikasnost kapitala i kamatna stopa. Kako su ciklične fluktuacije u kejnzijanskoj ekonomiji normalna pojava koja nastaje zbog promjenljivosti agregatne tražnje, diskreciona fiskalna i monetarna politika moraju konstantno na kratak rok da djeluju u cilju adekvatnog usklađivanja realnih procesa, odnosno postizanja opšte ravnoteže.

U slučaju nepostojanja pune zaposlenosti proizvodnih faktora, ekspanzivna fiskalna politika ima poseban značaj, zbog njenog uticaja na javnu potrošnju, odnosno privatne investicije i ličnu potrošnju. Naime, energičnim korišćenjem politike javnih rashoda, utiče se na povećanje državne potrošnje na direktan način, a na indirektan način posredstvom porasta zaposlenosti proizvodnih kapaciteta, investicione i lične potrošnje. Politikom javnih prihoda može se uticati na povećanje privatnih investicija i lične potrošnje, i to putem smanjenja poreskih stopa, ostavljajući na taj način privatnom sektoru i sektoru stanovništva veći raspoloživi dohodak kojim će se finansirati prethodno pomenuti vidovi potrošnje. Kružni tok dohotka u kejnzijanskoj analizi se može prikazati grafikom (5):

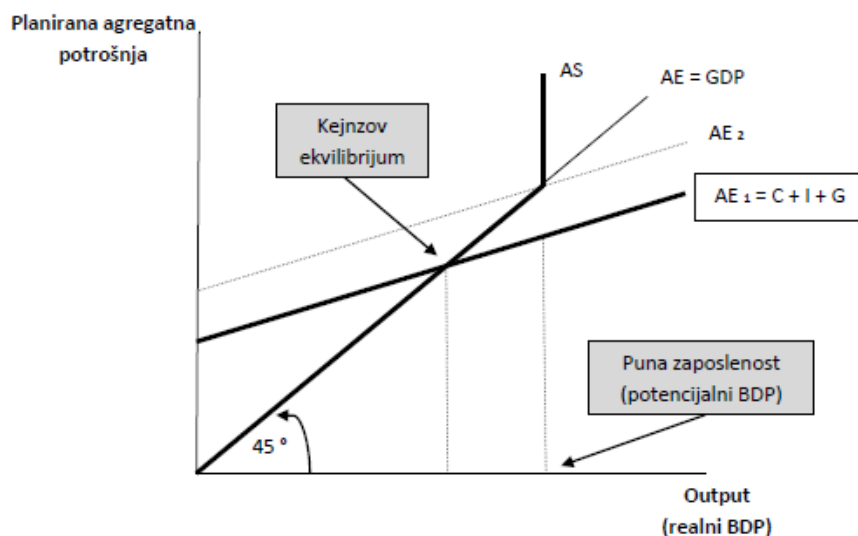
Grafik 5: Kružni tok dohotka i outputa u Keynesovoj teoriji



Dakle, diskreciona fiskalna politika praćena jačanjem ugrađenih stabilizatora poput progresivnog oporezivanja dohotka, predstavlja instrument za osiguranje pune zaposlenosti. Pri tom moramo naglasiti da je ekonomska teorija koja je počivala na kejnzijanskom stanovištu dokazala da veći uticaj na agregatnu tražnju ima porast javnih rashoda u odnosu na obaranje poreskih stopa. Na osnovu prethodnog se može zaključiti da je ne samo poreska, nego i budžetska politika jedan od snažnijih instrumenata za kontrolisanje cikličnih fluktuacija.

S druge strane, Keynesov model ukazuje na osnovne odrednice formiranja dohotka, raspodjele dohotka kao i nivoe zaposlenosti, što se može predstaviti putem modelskog izraza. Prema Keynesovom shvatanju, ravnoteža se postiže ako je zadovoljen uslov da je planirana agregatna potrošnja jednaka tekućem dohotku, i može se formirati na nižem nivou od stanja pune zaposlenosti. Kada se to desi, za očekivati je visoku stopu nezaposlenosti, što je predstavljeno na grafiku (6):

Grafik 6: Keynesova ravnoteža (ekvilibrijum)



Izvor: Chartrand, 1998.

Pretpostavke od koje se polazi prilikom razvijanja modela su sljedeće:

- Sve faktore proizvodnje posjeduju domaćinstva (a ne pojedinačni radnici kao kod klasičara);
- Kompletan output se proizvodi u privatnom sektoru;
- Uzima se u obzir zatvorena ekonomija;
- Agregatni nivo cijena je fiksna, i zato su sve veličine realne.

Kako je u Keynesovom modelu agregatni output (Y) jednak agregatnoj potrošnji (E), dalje slijedi:

$$Y = E \quad (1)$$

$$Y = E = C + I + G \quad (2)$$

$$Y = C + S + T \quad (3)$$

Kako s jedne strane kod Keynesovog modela očekivanja imaju važnu ulogu, dok se s druge strane tiču svih oblika potrošnje, ipak se poseban akcenat stavlja na razliku između planiranih investicija (I) i realizovanih investicija (I<sub>r</sub>) od strane privatnog sektora. Uzimajući to u obzir, dalje slijedi:

$$Y = C + I_r + G \quad (5)$$

a kako je:

$$S + T = I + G \quad (6)$$

uzimajući u obzir funkcije outputa (2) i (5), možemo zaključiti da je:

$$I_r = I \quad (7)$$

U konačnom dobijamo tri alternativna načina za izražavanje ravnoteže:

$$Y = C + I + G$$

$$S + T = I + G$$

$$I = I_r$$

U Keynesovom modelu, funkcija potrošnje se izražava kao zavisna funkcija raspoloživog dohotka:

$$C = a + bY_d, \text{ gdje je } a > 0, a < b < 1^{23} \quad (8)$$

gdje je  $b = \Delta C / \Delta Y_d$  – granična sklonost potrošnji

Uzimajući u obzir funkciju (3), i povezujući je s  $Y_d$ , dobijamo i funkciju štednje:

$$S = -a + (1 - b) Y_d, \quad (9)$$

gdje je  $1 - b = \Delta S / \Delta Y_d$  – granična sklonost štednji

Dovodeći u vezu funkciju potrošnje (8) i funkciju dohotka (2), i zamjenjujući  $Y_d = Y - T$ , dobijamo:

$$\hat{Y} = 1 / 1 - b (a - bT + I + G)$$

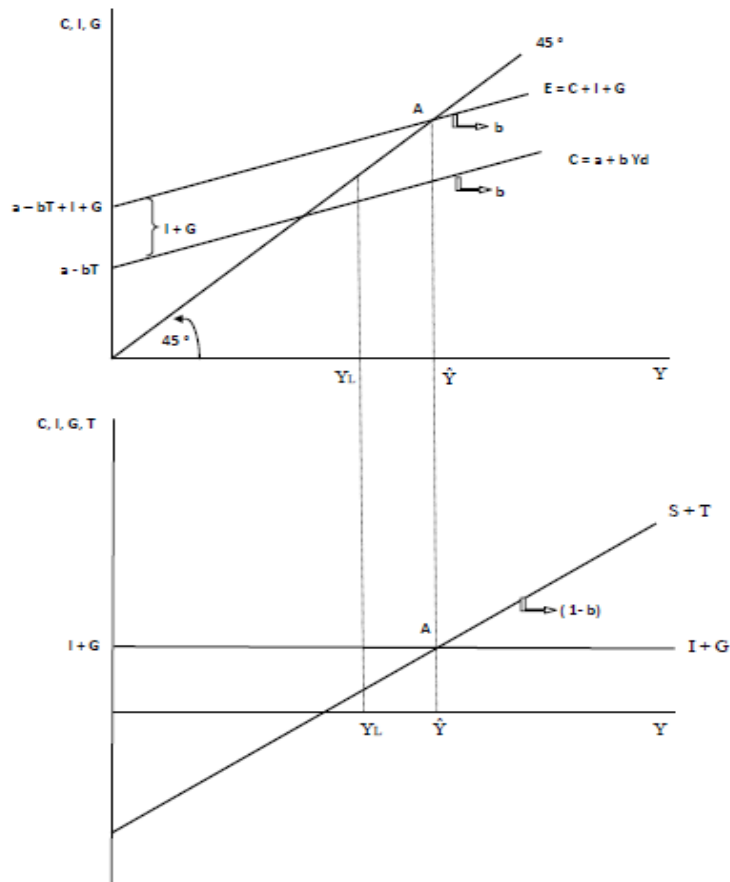
Na osnovu modela može se vršiti makroekonomska analiza, odnosno testirati efekat promjene instrumenta ekonomske politike na njene krajnje ciljeve, što je predstavljeno na grafiku (7).

Iako je u Keynesovoj teoriji fiskalna politika glavni instrument ekonomske politike, i monetarna politika zauzima značajno mjesto zbog činjenice da takođe mora biti u funkciji podsticanja ekonomske aktivnosti. Utiče na krajnje ciljeve ekonomske politike posredno (indirektno) putem njenog djelovanja na kamatne stope, i to na način što se kamatne stope formiraju na nižem nivou, čime utiču na povećanje investicija i potrošnje, a što s druge strane na način prethodno opisan modelom utiče na nivo ravnotežnog dohotka. Jedan od glavnih uticaja novca na dohodak i zaposlenost se ostvaruje djelovanjem na kamatne stope, čime se stavljaju u funkciju povezivanja monetarnog i realnog sektora.

---

<sup>23</sup> Keynes je vjerovao da je potrošnja stabilna funkcija raspoloživog dohotka  $Y_d$ , gdje je  $Y_d = Y - T$ .

Grafik 7: Formiranje ravnotežnog dohotka



Izvor: Chartrand, 1998.

Pobijajući osnovne postavke klasičara o neutralnosti novčane mase u odnosu na realna kretanja putem njenog povezivanja s kamatnom stopom, kao i odbacujući pretpostavke o stabilnoj brzini opticanja novca i direktnoj proporcionalnosti između opšteg nivoa cijena i promjene količine novca u opticanju, Keynes je razvio sopstvenu dohodnu monetarnu teoriju. Ovom teorijom i uvođenjem koncepta sklonosti (preferencije) likvidnosti nastao je najkontroverzniji segment njegovog kapitalnog djela – Generalna teorija zaposlenosti, kamate i novca (Bibow, 2005, str. 3). Dohodna teorija je promijenila koncept tražnje za novcem uvođenjem pored transakcione i špekulativnu i opreznosnu tražnju, pri čemu je transakciona tražnja stabilna funkcija dohotka, a špekulativna – funkcija kamatne stope:

$$L_1 = L(Y), dL_1/dy > 0 \quad (10)$$

$$L_2 = L(i), dL_2/dr < 0 \quad (11)$$

$$L = L_1 + L_2$$

$$L = L(Y) + L(i) \quad (12)$$

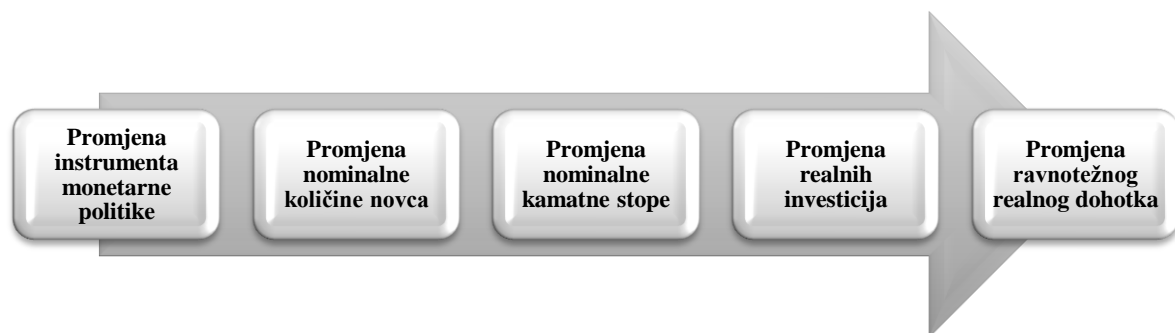
Kada je riječ o ponudi novca Keynes je bio manje jasan, iako je uobičajeno objašnjenje da pretpostavlja date količine novca, dok se kamatne stope određuju (Wray, 2006, str. 2). Ipak, jasno je da se pošlo od pretpostavke da je „količina novca kreirana od strane monetarnih vlasti“ (Keynes, 1936, str. 205), odnosno da je „količina novca determinisana akcijama centralne banke“ (Keynes, 1936, str. 247). Na osnovu pomenute pretpostavke, kao i na osnovu činjenice da se ravnoteža na novčanom tržištu uspostavlja na osnovu jednakosti ponude novca (M) i tražnje za novcem, dalje slijedi:

$$M/p = L(Y) + L(i) = L \quad (13)$$

Posmatrano iz ugla monetarne politike, značaj Keynesove teorije preferencije likvidnosti se sastojao u činjenici da je teorija dodatno oslabila vezu između zaliha novca i nivoa potrošnje, budući da su zalihe novca morale da ispune brojne funkcije, od kojih neke od njih nijesu bile povezane s planiranom potrošnjom (Howells, 2010, str. 6).

Uzimajući u obzir pretpostavku o endogenosti novčane mase, zaključuje se da promjene količine novca neće djelovati direktno na nivo cijena, već se mehanizam uravnoteženja obavlja prvo na finansijskom, a zatim i na realnom sektoru ekonomije. Ovo na način što se povećanjem količine novca u opticaju, koje je uzrokovano djelovanjem instrumenta monetarne politike, višak novca preliva na finansijsko tržište izazivajući rast špekulativnog novca, i na osnovu toga, veću tražnju za obveznicama. To obara kamatnu stopu i utiče na porast investicija, odražavajući se u konačnom na promjenu ravnotežnog realnog dohotka.

Grafik 8: Kejnzijski prenosni mehanizam monetarne politike



### 2.2.2. Monetaristička ekonomska misao i ekonomska politika

Monetaristički pokušaj obnavljanja veze između novca i potrošnje počeo je s čuvenom Friedmanovom prepravkom kvantitativne teorije novca 1956. godine (Howells, 2010, str. 6). Pomenuti pravac, ili kako se drugačije zove „Čikaška škola“, počela je da se izdvaja kritikom Keynesove makroekonomske teorije i ekonomske politike koja se odnosi na konfiguraciju IS–LM modela, odbacivanjem teorije preferencije likvidnosti i uvođenjem stabilne funkcije tražnje za novcem. Ključni doprinos pomenute kritike je bio uvođenje koncepta permanentnog dohotka, na bazi kojeg se određuje potrošnja pojedinca i tražnja za novcem, kao i zamjena Keynesovog

stabilnog multiplikatora potrošnje stabilnom brzinom opticaja novca, koja predstavlja oslonac ekonomske politike (Laindler, 2006, str. 11). Friedman je takođe osim permanentnog dohotka u funkciji tražnje za novcem uzimao i imovinu u svim oblicima, odnosno prinose od pojedinačnih oblika imovine, u koje je ubrajao: novac, obveznice, akcije, fizička dobra i ljudski kapital.

Stoga, funkcija tražnje za novcem ima sljedeći oblik:

$$M/P = f(y, W, r_m, r_b, r_e, 1/P \frac{dP}{dt}; u) \quad (1)$$

gdje je:

$M/P$  – realna količina novca;

$y$  – permanentni dohodak;

$W$  – realna imovina;

$r_m$  – očekivana kamata od novca;

$r_b$  – kamata od obveznica;

$r_e$  – očekivani prinos na akcije;

$1/P \frac{dP}{dt}$  – stopa rasta cijena;

$u$  – uticaj ostalih faktora.

Kako je funkcija tražnje za novcem neelastična na kamatu, može se zaključiti da je funkcija tražnje za novcem, koja je prihvaćena od monetarističke škole, zapravo funkcija permanentnog dohotka:

$$M^d/P = f(Y^p) \quad (2)$$

Hefer (2001, str. 4) takođe smatra da je ključni događaj u ranim napadima monetarista na Keynesovu teoriju ekonomske politike objavljivanje rezultata istraživanja Fredmana i Maiselmana 1963. godine – „Relativna stabilnost brzine opticaja novca i investicionog multiplikatora u Sjedinjenim Američkim Državama, 1897-1958“. Pored apostrofiranja stabilne brzine opticaja novca, autori dokazuju da su promjene novčane mase prouzrokovane promjenama ponude novca, koje zavise direktno od tipa monetarne politike, a ne promjenama tražnje za novcem.

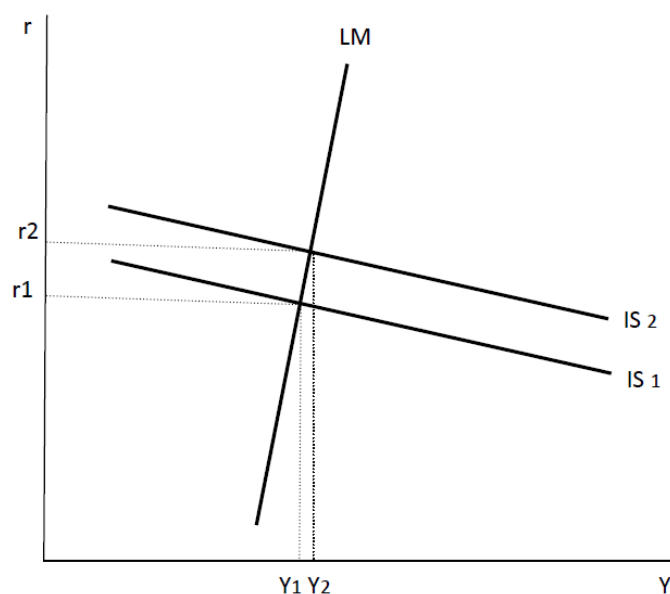
Kako je količina novca egzogena varijabla, i kako zavisi od poteza koje povlače monetarne vlasti, monetaristička teorija zaključuje da ključnu ulogu kod narušavanja monetarne ravnoteže ima centralna banka. Neravnoteža se zatim prenosi na cjelokupan privredni sistem, a u konačnom i postiže nova ravnoteža ali isključivo putem promjene nominalnog nivoa cijena. Drugačije rečeno, efekat ekspanzivne monetarne politike je rast nominalnih i realnih varijabli u kratkom roku, a samo nominalnih u dugom roku. Na osnovu toga se dokazuje ključna uloga monetarne politike, pred koju se, za razliku od doktrine državnog intervencionizma, ne postavljaju ciljevi

anticikličnog regulisanja privrede, već praktično isključivo antiinflacioni ciljevi, budući da je po njima inflacija uvijek monetarni fenomen.

S tim u vezi, također se može zaključiti, a što je Palley (1993, str. 11) i naglasio u svojim istraživanjima, da pošto su fluktuacije ponude novca uzrok promjene nominalnog dohotka, adekvatna monetarna politika je ona koja se drži pravila o konstantnoj stabilnoj stopi rasta novčane mase. Opravdanost ovakvog zaključka, koji je suprotan Keynesovoj teoriji, potvrđena je i teorijom dugotrajnih i promjenljivih vremenskih kašnjenja koje su ukazale na postojanje spoljašnjeg i unutrašnjeg kašnjenja u djelovanju monetarne politike. Dolazi se do zaključka da je ključni princip monetarista kada je o monetarnoj politici riječ – neophodnost kontrole ponude novca (nasuprot složenog Keynesovog modela upravljanja tražnjom) i prihvatanje liberalističke ekonomske filozofije po kojoj će nevidljiva ruka tržišta privredu voditi ka ravnoteži i punoj zaposlenosti faktora proizvodnje. Time je odbačena neefikasna intervencionistička politika.

Fiskalna politika je u odnosu na monetarnu politiku od sporednog značaja. Ova konstatacija proizilazi iz monetarističke proklamacije da je krajnji cilj ekonomske politike stabilnost cijena, jer se polazi od pretpostavke stabilnosti privrede i pune zaposlenosti. Kako ostvarenje cilja zavisi od novčane mase, čija je ponuda inače egzogenog karaktera i determinisana je od strane centralne banke, slijedi da značaj fiskalne politike zavisi ponajviše od njenog uticaja na monetarnu politiku, odnosno na kretanje novčane mase. Dalje se u oblasti fiskalne politike preporučuje vođenje politike uravnoteženog budžeta, usljed činjenice da diskreciona fiskalna politika po njima ne samo da nema kontracikličan karakter, već je uzrok nastanka samih ciklusa. S druge strane, ukoliko bi na snazi bila politika budžetskog deficita, onda bi deficitno finansiranje budžeta moglo izazvati efekat istiskivanja (eng. Crowding-Out Effect) koji će se ogledati u smanjenom investiranju privatnog sektora. Efekat istiskivanja, za razliku od Keynesovog gledišta, postiže se i povećanjem javne potrošnje, finansirane pozajmicama na finansijskom tržištu, a koje će uzimajući u obzir nagib IS i LM krive znatno više uticati na porast kamatnih stopa u odnosu na porast dohotka, što se može vidjeti na grafiku (9):

Grafik 9: Efekat povećanja javne potrošnje po monetaristima



Izvor: Chartrand, 1998.

Zato je logičan odgovor na pretpostavljene situacije – smanjivanje javnih rashoda i fiskalnog opterećenja uopšte, izbjegavanje transfera od strane države, smanjivanje troškova radne snage, a sve u cilju pravljenja adekvatnog ambijenta za slobodnu preduzetničku inicijativu.

### 2.2.3. Monetarna i fiskalna politika i nova klasična makroekonomija

Nova klasična makroekonomija, ili kako se često naziva Škola racionalnih očekivanja, nastaje kao reakcija na stagflaciju koja se javila 70-tih godina XX vijeka, koja se nije uklapala u postojeću kejnzijansku i monetarističku teoriju. Ovo iz razloga što je pokazala da diskreciona fiskalna politika koju je Keynes zagovarao nije bila u stanju da pruži adekvatan odgovor na poremećenu opštu ravnotežu. S druge strane ni monetarsitički model, koji se svodio na upravljanje monetarnim agregatima, nije bio primjenjiv na novonastalu situaciju. Stoga se razvija nova makroekonomska teorija oslonjena u potpunosti na neoklasični okvir postavljen radovima Lucasa (1972) i kasnije Sargenta i Wallaca (1975, 1976), u kojem je razvijen model baziran na pojedincima čije ponašanje je određeno mikroekonomskom teorijom. Ovo je bitna razlika u odnosu na Keynesovu teoriju budući da je njena osnovna zamjerka odsustvo mikroekonomske osnove za makroekonomsku platformu.

Kako navodi Taylor (2000, str. 2), revolucija racionalnih očekivanja koju je uspostavio Lucas je dovela do nastanka nekoliko pravaca u makroekonomskoj teoriji. Nova klasična ekonomska škola, škola realnih privrednih ciklusa, škola novih kejnzijanaca, nova škola političke makroekonomije, i u skorije vrijeme nova



neoklasična sinteza (Goodfriend i King, 1997) se javljaju zahvaljujući uvođenju racionalnih očekivanja u makroekonomsku teoriju ranih 70-tih godina.<sup>24</sup>

Dvije pretpostavke su zajedničke modelima nove klasične makroekonomije:

1. Svi akteri imaju racionalna očekivanja u smislu maksimizacije korisnosti;
2. U bilo kojem trenutku, ekonomski sistem je u ravnotežnom stanju pune zaposlenosti ili potencijalnog dohotka, koje se postiže usklađivanjem cijena i nadnica – tzv. čišćenje tržišta (Jalil i Fellow, 2010, str. 9).

Prva pretpostavka polazi od činjenice da pojedinci ne zanemaruju informacije o ekonomskoj aktivnosti, da su okrenuti ka budućnosti pri donošenju svojih odluka i da pri tom ne prave sistemske greške, zbog čega je generalan zaključak ove teorije da diskreciona monetarna i fiskalna politika ne mogu biti efikasne, jer diskrecione politike nijesu unaprijed prihvaćene od javnosti i nijesu predvidljive, što je po njima neophodnost za njenu uspješnost. Zbog toga se zagovara politika pravila, razumljiva za ekonomske subjekte. Prihvatanjem argumentacije da diskreciona politika zbunjuje pojedince i destabilizuje ekonomiju, prihvata se i princip neaktivizma od strane nosilaca ekonomske politike. Drugi zaključak na kojem zagovornici ove teorije insistiraju na osnovu pomenute pretpostavke svodi se na to da fiskalna politika stabilizacionog karaktera ne može biti adekvatna, zbog njihovog prihvatanja teorije ekvivalencije razvijene od strane Ricarda i Barroa. Ona dokazuje da zbog perfektne racionalnosti pojedinaca ne postoji razlika između finansiranja budžetskog deficita poreskim prihodima ili državnim obveznicama, budući da niti jedna od pomenutih alternativa ne utiče na nivo realnih varijabli, pobijajući time postavke Keynesove teorije.<sup>25</sup>

Druga pretpostavka je rezultat prihvatanja klasične makroekonomske teorije, koja dopunjena racionalnim očekivanjima sugerise da je privredni sistem zapravo ravnotežan sistem, s fleksibilnim cijenama i nadnicama koje obezbjeđuju punu zaposlenost. U njemu se ekonomski subjekti ponašaju racionalno, vodeći računa o sopstvenom interesu, a tržišta se čiste jer se ravnotežni sistem izuzetno brzo postiže, bez krajnjih efekata na realni sektor. Ovo s druge strane znači da se anticipiranom monetarnom i fiskalnom politikom ne može uticati na realne varijable, proizvodnju i zaposlenost, osim ukoliko je riječ o neanticipiranim iznenadnim promjenama tražnje izazvanim instrumentima ekonomske politike. Tada takva politika može izazvati efekat na realni sektor, ali samo privremen odnosno kratkoročan, dok se ne prilagode očekivanja pojedinaca. Dakle, pored neefikasnosti stabilizacione fiskalne politike, prihvata se i neefikasnost anticipirane monetarne politike budući da postoji neutralnost novca i u kratkom i dugom roku. Prihvatajući stav da je inflacija monetarni fenomen, nova klasična makroekonomska teorija sugerise da je rast cijena jedini efekat koji se postiže ekspanzivnom monetarnom politikom. Restriktivnom monetarnom politikom utiče se isključivo na smanjenje opšteg nivoa cijena, bez uticaja na nivo nezaposlenosti, budući da je po njima Philipsova kriva vertikalna i u kratkom i dugom roku, čime se odbacuju tvrdnje i kejnzijanaca i monetarista.

---

<sup>24</sup> Pogledati takođe: Snowden i Howard, 1999; str. 30-50.

<sup>25</sup> Za detaljnije informacije o Ricardo-Barroovom efektu pogledati: Seater, 1993; str. 142.

Kako sam Lucas (1995, str. 17) ističe, ključni doprinos istraživanja sprovedenih tokom 70-tih godina XX vijeka se sastoji u tome što je dokazano da anticipirane promjene ponude novca imaju drastično različit efekat u odnosu na neanticipirane promjene. Anticipirana monetarna ekspanzija ima inflacioni efekat koji nije povezan sa stimulisanjem zaposlenosti i proizvodnje, kako je svojevremeno Hume sugerisao. Neanticipirana monetarna ekspanzija s druge strane može stimulisati proizvodnju, kao što neanticipirana kontrakcija je može smanjiti.

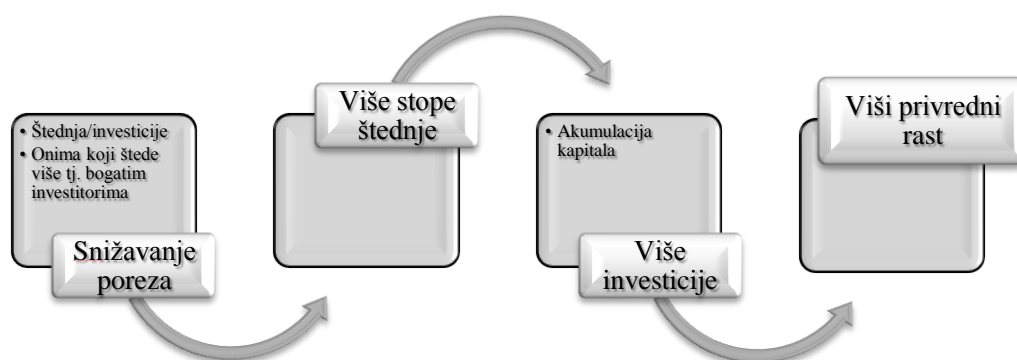
#### **2.2.4. Ekonomija ponude i monetarna i fiskalna politika**

Ekonomija ponude, kao novo drugačije shvatanje makroekonomije, razvija se tokom 70-tih godina XX vijeka kao reakcija na neuspjeh kejnzijanske ekonomske politike i pojavu staglacije, ali i kao rezultat slabosti monetarističkog koncepta. Prema Hawkinsu (2010, str. 3), pomenuti pravac predstavlja mješavinu Austrijske i neoklasične ekonomske škole, koja zagovara tezu da je proizvodnja odnosno ponuda ključ ekonomskog prosperiteta, dok je potrošnja (tražnja) od sekundarnog značaja. Počiva na stanovištu da će niske poreske stope stimulatивно djelovati na privatnu inicijativu, i time uticati na povećanje zaposlenosti, produktivnosti i dohotka. Kako primjećuju Jalil i Fellow (2010, str. 10), ekstremna varijanta ove teorije (koju predvode Ture i Laffer) koja govori o tome da će obaranje poreskih stopa uticati na povećanje poreskih prihoda, a to neće povećati budžetski deficit na osnovu čuvenog efekta Lafferove krive, često je označavana kao „vudu ekonomija“. Freeman (2005, str. 1) je naziva modernom varijantom više od 200 godina stare ekonomske teorije zvane „Sayov zakon“, po kojoj svaka ponuda kreira svoju tražnju.

Predstavnici škole ekonomije ponude insistiraju na reduciranju brojnih ograničenja koja nastaju kao rezultat primjene instrumentarijuma ekonomske politike razvijenog pod uticajem državnog intervencionizma. Zato zagovaraju povratak principima slobodnog tržišta i deregulaciju privrede, eliminišući time prepreke dodatnoj inicijativi koja je ključna za stimulisanje proizvodnje. Ključna novina koju zagovornici ove teorije donose jeste zaokret koji se pravi od upravljanja tražnjom i analizom ravnoteže i neravnoteže, ka upravljanju ponudom i produktivnošću koja je nezaobilazan faktor privrednog rasta. Umjesto teorijske analize odstupanja stvarnog od potencijalnog dohotka, posvećeni su analizi u cilju povećanja potencijalnog dohotka.

Glavni instrument ekonomske politike je fiskalna politika, koja ima primat u odnosu na monetarnu politiku, ali ne da bi se podsticala tražnja koja bi povećala proizvodnju, već da bi se podsticala proizvodnja u cilju povećanja njenih prinosa. U tom smislu je ključni zadatak fiskalne politike snižavanje poreskih stopa u cilju stimulisanja štednje, povećanja poreske osnovice po principu Lafferove krive, ali i investicija i rada:

Grafik 10: Lanac ekonomije ponude



Izvor: Ettliger i Irons, 2008; str. 5.

Posebno treba istaći različite efekte snižavanja pojedinih vrsta poreza, jer obaranje samo pojedinih poreza podstiče efekat ponude. U tom smislu se naročito podstiče smanjenje poreza na štednju i akumulaciju kapitala (putem kapitalne dobiti ili poreza na dividendu), poreza na dobit, imovinskih poreza, i poreza na dohodak onih s većim primanjima, budući da su skloniji višim stopama štednje, dok će krajnji efekat povećanja prinosa po osnovu štednje u konačnom zavisiti od odnosa efekta supstitucije i dohodnog efekta.

S druge strane je prisutan ne tako bitan značaj monetarne politike. Ovo iz razloga što se prihvata teza da je inflacija monetarni fenomen, na osnovu čega proizilazi zaključak o potrebi vođenja čvrste odnosno restriktivne monetarne politike, koja bi u kombinaciji s fiskalnom politikom, usmjernom na povećanje produktivnosti, trebala uticati na smanjivanje inflatornog pritiska.

I pored, na prvi pogled, dopadljivih teorijskih postulata na kojima je zasnovana ekonomija ponude, savremena ekonomska teorija njeno utemeljenje najvećim dijelom dovodi u pitanje, budući da teorijske pretpostavke nijesu do kraja ispitane i zaokružene, što uostalom potvrđuju i brojne empirijske provjere modela ekonomije ponude. Jedan od najbitnijih razloga zbog čega se ne prihvataju sugestije ove ekonomske škole je do kraja nedokazana čvrsta veza između smanjenja poreza i privrednog rasta, kao i nepostojanje uvjerljivih dokaza da će rezultat nižih poreza biti povećanje investicija (Freeman, 2005, str. 4-5). Sljedeći argument koji se s tim u vezi ističe je neprihvatanje, pored smanjenja poreza, i ostalih metoda za stimulisanje tražnje kao i odbacivanje mogućnosti korišćenja javne potrošnje u oblastima koje bi uticale na privredni rast.

Takođe, praćenjem indikatora kojima se mjere efekti ekonomije ponude, poput nivoa investicija, produktivnosti, bruto domaćeg proizvoda, prosječne zarade po satu, nezaposlenosti, budžetskog deficita i javnog duga, može se dokazati da kretanje većine pomenutih indikatora u periodima implementacije teorijskih postulata ekonomije ponude ne potvrđuje pretpostavke pomenute škole ekonomske misli.<sup>26</sup>

<sup>26</sup> Detaljnije o tome: Ettliger i Irons, 2008; str. 7-14.

### 2.2.5. Ekonomska politika iz ugla novih kejnzijanaca

Period između 60-tih i 80-tih godina XX vijeka je bio karakterističan po usporavanju ekonomske aktivnosti, što je i predstavljalo pogodno tlo za nastanak novih škola ekonomske misli koje su se razlikovale od prethodnih. Na talasu nezadovoljstva neoklasičnom sintezom nastao je monetarizam, koji je brzo izgubio na popularnosti, otvarajući prostor novoj klasičnoj ekonomiji i teoriji realnih poslovnih ciklusa. U međuvremenu su kejnzijanski ekonomisti neoklasične sinteze, poput Tobina, Modiglianija i Gordona, nastavili s kritikom monetarizma i novih klasičara, odbacujući njihovu zajedničku hipotezu o čišćenju tržišta.

Sredinom osamdesetih godina novi kejnzijanci razvijaju svoju teoriju<sup>27</sup> koja se razlikuje od kejnzijanskih ekonomista neoklasične sinteze po činjenici da su prihvatili hipoteze racionalnih očekivanja. Ovo na način što je najveći broj tih teoretičara uključio mikroekonomske principe racionalnog ponašanja pojedinaca u svoje analize, pokazujući da racionalna očekivanja mogu biti inkorporirana u novi kejnzijanski okvir (Tsoulfidis, 2010, str. 363-364).

Odnos novih kejnzijanaca prema drugim školama ekonomske misli nije isključiv i jednoznačan. Tako Knoop (2010, str. 97-98) primjećuje da, oslanjajući se na principe nefunkcionisanja tržišta i cjenovne nefleksibilnosti iz Keynesove teorije, novi kejnzijanci prihvataju hipotezu prirodne stope i fokus na monetarnoj politici od monetarista, koncept racionalnih očekivanja iz škole racionalnih očekivanja, kao i pretpostavku o važnosti razvojnih modela s mikroekonomskom osnovom iz modela realnih poslovnih ciklusa. Dakle, iz ugla savremene ekonomske teorije, pepoznaju se brojna neslaganja između starih i novih kejnzijanaca, a koja se u principu mogu grupisati na sljedeći način:

1. Novi kejnzijanci ne vjeruju da Keynes u svojoj Opštoj teoriji kamata, zaposlenosti i novca na najbolji način objašnjava način funkcionisanja ekonomije;
2. Novi kejnzijanci odbacuju tezu o apsolutnoj nekorisnosti postavki klasične ekonomije;
3. Novi kejnzijanci ne prihvataju tezu da privreda može biti ugrožena prevelikom štednjom;
4. Novi kejnzijanci se ne slažu s pretpostavkom da je fiskalna politika moćan instrument stabilizacije ekonomske politike, a da monetarna politika i nije posebno važna;
5. Novi kejnzijanci ne vjeruju u postojanje tzv. trade-offa između inflacije i nezaposlenosti;
6. Novi kejnzijanci ne odbacuju važnost pravila u odnosu na diskrecionu ekonomsku politiku.<sup>28</sup>

Kako primjećuju Snowdon i Vane (2005, str. 363), Menkew i Romer su pokazali da za razliku od ostalih poznatijih škola ekonomske misli, novi kejnzijanci odbacuju

---

<sup>27</sup> Novi kejnzijanci su vrlo heterogena grupa ekonomista, tako da to treba imati u vidu kada je riječ o pomenutom teorijskom pravcu u ekonomiji.

<sup>28</sup> Za detaljnije informacije o tome vidjeti: Knoop, 2010; str. 98-99; Mankew, 1991; str. 3-9.

klasičnu dihotomiju i pretpostavku o monetarnoj neutralnosti, prihvatajući istovremeno tezu da su nesavršenosti tržišta u jednoj ekonomiji ključne za razumijevanje ekonomskih fluktuacija. Ovo zato što cijene nijesu u mogućnosti da se dovoljno brzo prilagode jer su rigidne, izazivajući time realne promjene u nivoima proizvodnje i zaposlenosti, onemogućavajući uspostavljanje ravnoteže u dužem vremenskom periodu, što se svakako može negativno odraziti na ukupno društveno blagostanje. Ovo je jedan od stubova novih kejnzijanaca kojim se, između ostalog, objašnjava odakle potiču recesiona kretanja u ekonomiji.

Ekonomska teorija nudi brojna objašnjenja uzroka nominalne rigidnosti cijena, iz kojih je ipak moguće izdvojiti nekoliko osnovnih:

- Preduzeća na promjenu tržišnih uslova mogu odgovoriti ne samo prilagođavanjem cijena, već i promjenom vremena isporuke i kvaliteta usluga;
- Preduzeća se suočavaju s meni troškovima (eng. Menu Costs) ukoliko se odluče za prilagođavanje cijena, zbog čega se odlučuju za ravnotežu koja podrazumijeva rigidnost cijena i koja je posmatrano iz ugla preduzeća racionalna, ali sa aspekta društva kao cjeline prilično skupa (Mankew, 2006, str. 10);
- Mnoge cijene se određuju na osnovu strategije koja podrazumijeva povećanje cijene onda kada se troškovi povećaju (eng. Markup Pricing);
- Preduzeća vode računa o relativnim cijenama, odnosno o strategijama cijena svojih konkurenata.<sup>29</sup>

Pored nominalnih rigidnosti cijena koje onemogućavaju opštu ravnotežu i idu u prilog neneutralnosti novca, i nominalna rigidnost nadnica je jednako važna. Ona nastaje uglavnom zbog činjenica da je prilagođavanje visine nadnica eksternim šokovima onemogućeno time što nadnice, za razliku od ostalih tržišta, nijesu isključivo rezultat konkurentskih uslova ponude i tražnje. U savremenim uslovima se visina nadnica utvrđuje u postupku kolektivnog pregovaranja, a čiji rezultat su kolektivni ugovori iz kojih proizilaze krute, odnosno stabilne nadnice tokom vremena. Takođe imamo i praksu zakonskog utvrđivanja minimalnih nadnica, koje takođe ima slične efekte na proces uravnoteženja.

Realne rigidnosti su takođe faktor koji sprječava brzo reagovanje cijena u firmi na osnovu monetarnog poremećaja, odnosno dovodi do situacije gdje realne nadnice i relativne cijene ne reaguju na promjenu ponude, čime realne rigidnosti dobijaju ključnu ulogu u objašnjavanju nominalnih rigidnosti i neneutralnosti novca.<sup>30</sup> S tim u vezi su, u cilju traženja razloga za postojanje nevoljne nezaposlenosti, razvijeni brojni modeli koji objašnjavaju realne rigidnosti, a koji se mogu grupisati u dvije kategorije. Prve grupe modela su zasnovane na pretpostavkama o preferencijama koje objašnjavaju da su promjene cijena koje su različite u odnosu na konkurenciju skupe za preduzeće. Druge grupe modela dolaze do zaključka da realni marginalni troškovi

---

<sup>29</sup> Za detaljnija objašnjenja pogledati: Knoop, 2010; str. 100-101.

<sup>30</sup> O važnosti realnih rigidnosti za objašnjavanje neneutralnosti novca pogledati: Boll i Romer, 1990.

proizvodnje reaguju neznatno na monetarne poremećaje, čime pojačavaju realni efekat šoka.<sup>31</sup>

Rigidnost cijena i nadnica, i ostali neuspjesi tržišta na bazi čega su razvijeni modeli novih kejnzijanaca, pokazuju da tržišta nijesu u ravnoteži. Odnosno nijesu u stanju da na brz i adekvatan način odreaguju na spoljne šokove kojima su izloženi, u cilju postizanja pune zaposlenosti. Stoga su stabilizaciona fiskalna i monetarna politika korisne u cilju postizanja ekonomske efikasnosti.

Razlog više za neophodnost korišćenja instrumenata ekonomske politike u funkciji postizanja krajnjih ciljeva nalaze i u činjenici da novi kejnzijanci svoju makroekonomsku teoriju razvijaju i na osnovu pretpostavki o brojnim nesavršenostima tržišta. Na osnovu tih nesavršenosti nastaju privredni ciklusi na koje se pravovremeno mora djelovati, u funkciji eliminisanja negativnih efekata koji mogu biti izraženi, a s aspekta vremena dugotrajni i neizvjesni.

Pri tom treba istaći da je pretpostavka o efikasnosti monetarne i fiskalne politike prihvaćena i pored racionalnih očekivanja pojedinaca koja jesu bitna, ali ne u tolikoj mjeri da bi neutralisali efekte pomenutih politika. Zbog toga se ovi modeli nalaze „između“ tradicionalnog Keynesovog modela i modela razvijenih od strane novih klasičara, što je predstavljeno grafikom (11), koji objašnjava da ekspanzivna politika pomjera krivu agregatne tražnje s nivoa AD1 na nivo AD2, dok se u tradiconom modelu ravnoteža pomjera u tačku 1', nezavisno od toga da li je politika anticipirana ili nije. U modelu nove klasične ekonomije se pomjera u tačku 1' (ako politika nije anticipirana) odnosno u tačku 2 (ako je politika anticipirana) i u novom kejnzijanskom modelu u tačku 1' (ako politika nije anticipirana) odnosno u tačku 2 (ako je politika anticipirana).

Kada je o načinu vođenja monetarne i fiskalne politike riječ, u smislu prihvatanja pravila ili diskrecionih prava nosilaca ekonomske politike, novi kejnzijanci ne odbacuju dobre strane pravila kod korišćenja pojedinih mjera ekonomske politike. Ovo zato što savremena ekonomska teorija, koja se bavi vremenskom nekonzistentnošću i problematikom vremenskih kašnjenja u djelovanju ekonomske politike, upozorava da su nosioci diskrecione ekonomske politike skloniji inflatornijoj politici u cilju smanjivanja nezaposlenosti. To podiže inflaciona očekivanja, nakon čega se gubi negativan odnos između inflacije i nezaposlenosti, što u konačnom rezultira višom inflacijom koju ne prati niža nezaposlenost. Znatno veća mogućnost za primjenu pravila je kod monetarne politike, koju treba da realizuje nezavisna centralna banka. Pri tom, po Benignou (2009, str. 1) novi kejnzijanci preferiraju strategiju targetiranja nominalnih kamatnih stopa u odnosu na targetiranje monetarnih agregata, gdje se putem nominalnih kamatnih stopa utiče na realne, a sve to na odluke o potrošnji odnosno štednji.

Kydland i Prescott su još 1977. godine dokazali da vođenje ekonomske politike ne osnovu pravila može povećati blagostanje. Woodford je 1999. godine je predstavio modernu varijantu korišćenja pravila u teorijskim analizama monetarne politike. Međutim, Blake (2001), Jensen i McCallum (2002) i Jensen (2003) su svojim

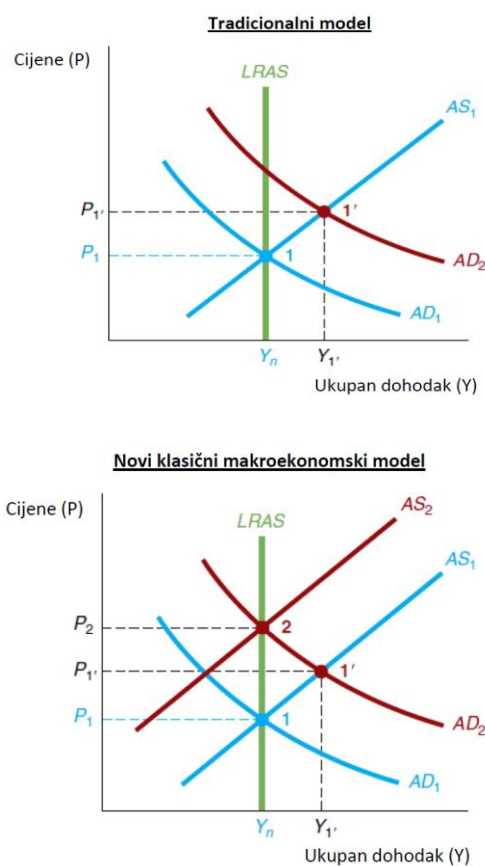
---

<sup>31</sup> Za detaljnije objašnjenje pomenutih modela pogledati: Kryvtsov i Midrigan, 2009.

analizama ukazali da u određenim okolnostima opredjeljivanje za pravila u odnosu na diskrecionu ekonomsku politiku može uzrokovati veće gubitke. Važno je istaći da standardna varijanta korišćenja pravila nema iste posljedice u svakoj ekonomiji i u svakom vremenu, te u slučaju postojanja izražene npr. rigidnosti cijena ili velikih devijacija od ravnotežnog stanja, treba primjenjivati diskrecionu monetarnu politiku.<sup>32</sup>

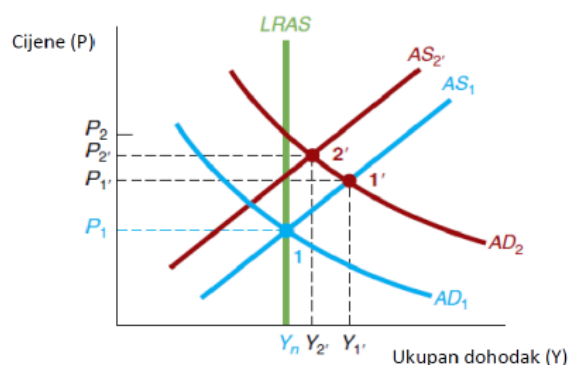
Ipak, novi kejnzijanci nijesu uspjeli da izbjegnu brojne kritike, koje su bile različitog karaktera. Ono što se svakako na osnovu njihovih analiza može izdvojiti jeste nepovezanost brojnih modela koji su u okviru ove škole razvijeni, do kraja nedefinisan odgovor na pitanje šta izaziva šokove, za razliku od reakcija na šokove koji su detaljno razrađeni, kao i odsustvo emirijskih istraživanja kojima bi se potkrijepile teorijske pretpostavke. Međutim, kritike svakako ne umanjuju teorijski i praktični doprinos ovog ekonomskog pravca, budući da je zahvaljujući njemu kejnzijanska ekonomija prilagođena realnosti, čime je širom otvoren prostor za njenu primjenu u perspektivi.

Grafik 11: Komparacija efekata ekspanzivne politike u različitim modelima



<sup>32</sup> Za detaljnije informacije pogledati: Saue, 2007.

### Novi kejnzijanski model



### **3. Teorijski pristup komponentama i strategijama monetarne i fiskalne politike**

Posljednja decenija XX vijeka karakteristična je po uspostavljanju tzv. novog konsenzusa u ekonomskoj politici. Konsenzus podrazumijeva udaljavanje od monetarizma i standardnog kejnzijanskog modela, dok se s druge strane dobrim dijelom oslanja na škole ekonomske misli koje su nakon toga nastale, posebno na nove kejnzijance, revidirajući i unaprjeđujući postavke ranijih ekonomskih pravaca.

Osamdesete i devedesete godine XX vijeka su bile karakteristične po čestim i nezaobilaznim raspravama između novih klasičara i novih kejnzijanaca. Ovo zbog činjenice da je novim klasičarima zamjerano da su u svojim teorijskim razmatranjima ignorisali postojanje očiglednih nesavršenosti. S druge strane, kod novih kejnzijanaca je problematična nemogućnost opšte primjene njihovih modela. Međutim, situacija se drastično mijenja krajem XX vijeka, kada su nastupile tendencije koje su uticale na sintezu dotadašnjih znanja, koje nijesu rezultirale konkretnim modelom, ali jeste napravljena široka saglasnost vezana za pravac budućih teorijskih istraživanja.

S tim u vezi, potrebno je naglasiti da su makroekonomisti uglavnom sebi pripisivali veliki dio zasluga za trendove koji su bili karakteristični za period od početka devedesetih do nastanka posljednje ekonomske krize sredinom 2007. godine, a koji su se odnosili na pozitivne tendencije poput relativno niske i stabilne inflacije i značajno blaže fluktuacije dohotka. Zato Bernanke (2004, str. 1) ovaj period naziva periodom „velike umjerenosti” (eng. Great Moderation), čiji nastanak objašnjava strukturnim promjenama u ekonomiji, unaprjeđenjem ekonomske politike, ali i povoljnim okolnostima zbog manjih i rjeđih šokova koji su pogađali ekonomiju.

Sticao se dakle utisak da je konsenzus koji je nastao kao rezultat teorijskih i empirijskih istraživanja u oblastima monetarne i fiskalne politike bio pokazatelj da je pomenuti dio ekonomske teorije relativno zaokružen i da je u praksi potvrđen. Stoga je novi konsenzus predstavljao okvir koji pruža adekvatne odgovore na brojna pitanja vezana za komponente i strategije pojedinih instrumenata ekonomske politike, s posebnim osvrtom na monetarnu politiku.



### **3.1. Pristup komponentama i strategijama monetarne politike**

#### **3.1.1. Teorijski pristup ciljevima monetarne politike**

Period „velike umjerenosti“, kada je riječ o makroekonomskim fluktuacijama, najveće zasluge duguje monetarnoj politici i relativnom konsenzusu koji je postignut kada je riječ o načinu upravljanja monetarnom politikom, jer je njeno unaprjeđenje dalo ključan doprinos ne samo niskoj i stabilnoj inflaciji, već takođe i stabilnom dohotku. Mishkin (2006, str. 1) pod novim konsenzusom u monetarnoj politici podrazumijeva prihvatanje sljedećih postulata:

- 1) Nema dugoročnog „trade-offa“ između autputa (zaposlenosti) i inflacije;
- 2) Očekivanja su od osnovne važnosti za ishode monetarne politike;
- 3) Inflacija ima visoke troškove;
- 4) Monetarna politika podliježe problemu vremenske nedosljednosti;
- 5) Nezavisnost centralnih banaka pomaže u unaprjeđenju efikasnosti monetarne politike;
- 6) Snažno nominalno sidro je ključni faktor za stvaranje dobrih ishoda monetarne politike.

S druge strane, Goodfriend (2007, str. 24-31) prepoznaje četiri ključna elementa novog konsenzusa prepoznatih od strane monetarne teorije koja su primijenjena u praksi:

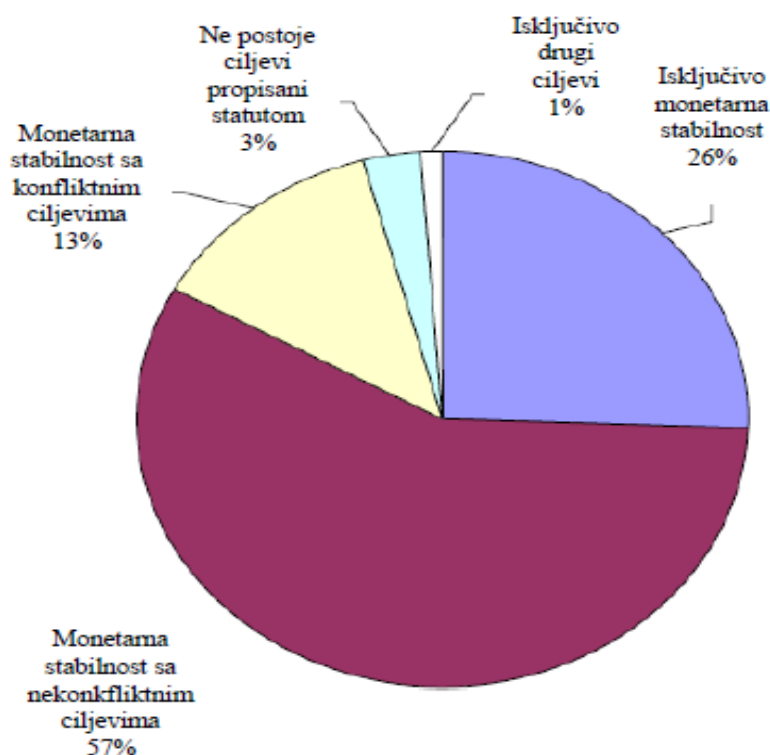
- 1) Prioritet se stavlja na stabilnost cijena;
- 2) Targetiranje bazne inflacije (eng. Core Inflation), prije nego ukupne inflacije;
- 3) Važnost kredibiliteta za nisku inflaciju;
- 4) Preventivna politika kamatnih stopa podržana transparentnim ciljevima i procedurama.

Kao rezultat mijenjanja različitih ekonomskih pravaca tokom vremena, mijenjali su se i pogledi na funkcije koje bi centralna banka trebala da obavlja, odnosno na krajnje ciljeve kojima bi monetarna politika morala težiti. Kako su postojala konstantna neslaganja o samoj ulozi monetarne politike, tako su se gledišta razlikovala i o tome koji cilj odnosno grupe ciljeva bi monetarna politika trebala postaviti kao relevantne. Prostor za neslaganja je značajno sužen nakon 80-tih godina XX vijeka kada se rješava dilema o tome da li monetarna politika treba da bude posvećena isključivo stabilnosti cijena, ili uz to mora voditi računa i o visokoj stopi zaposlenosti, privrednom rastu, stabilnosti kamatnih stopa, stabilnosti finansijskih i deviznih tržišta i slično.

Blanchard, Dell'Ariceia i Mauro (2010, str. 10) smatraju da je u periodu konsenzusa stabilna i niska inflacija predstavljala primarni, ako ne i isključivi cilj centralnih banaka. Ovo je rezultat činjenica da je, s jedne strane, reputacija centralnih banaka zahtijevala njihovu posvećenost inflaciji prije nego samoj ekonomskoj aktivnosti, kao i teorijskoj podršci, s druge strane, koja potiče iz modela novih kejnzijanaca. Prihvatani su teorijski stav da čak ako nosioci monetarne politike žele da utiču na ekonomsku aktivnost, najbolji način da to i postignu jeste održavanje stabilne inflacije, budući da je stabilna inflacija potreban uslov za postizanje ekonomskog rasta, zbog čega i ne postoji konflikt među tim ciljevima. Prihvatanje pomenute

teorijske pretpostavke rezultiralo je time da danas najveći broj centralnih banaka u svojim aktima prepoznaje monetarnu stabilnost (cjenovna i valutna stabilnost) kao dominantni, a u nekim slučajevima i isključivi cilj monetarne politike, što je i prikazano u grafiku (12):

Grafik 12: Kategorije statutarne ciljeva centralnih banaka

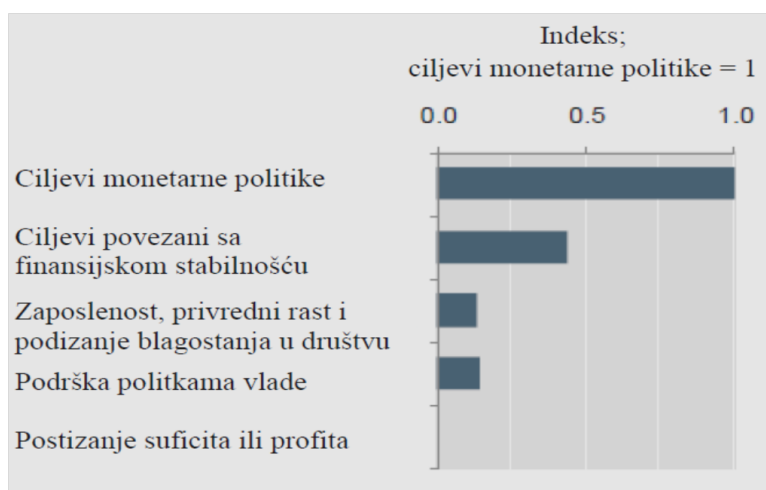


Izvor: Lavan i Sterne, 2000; str. 7.

Sistem federalnih rezervi, s druge strane, prepoznaje visoku zaposlenost i privredni rast, cjenovnu stabilnost i nisku inflaciju kao osnovne ciljeve monetarne politike, koje nastoji ostvariti vodeći računa i o stabilnosti finansijskih tržišta i kamatnih stopa. Lavrač (2002, str. 4) sugerira da ako pored cjenovne stabilnosti postoje alternativni ciljevi, poput stabilizacije stope privrednog rasta ili stope nezaposlenosti, onda bi oni morali biti podređeni primarnom cilju, te bi trebalo težiti njihovom postizanju jedino ukoliko nijesu u međusobnom konfliktu.

Posljednjih godina u monetarnoj literaturi traje debata o prepoznavanju finansijske stabilnosti kao cilja monetarne politike. I pored postojanja oprečnih mišljenja i isticanja da centralna banka ne može u finansijskoj stabilnosti prepoznati svoj osnovni cilj, budući da ne kontroliše sve njene aspekte, danas ipak većina banaka prihvata pretpostavku da su one odgovorne za finansijsku stabilnost, a skoro polovina centralnih banaka u svojim aktima prepoznaje ciljeve povezane s finansijskom stabilnošću, o čemu svjedoči grafik (13):

Grafik 13: Važnost ciljeva centralnih banaka prepoznatim u njihovim aktima



Izvor: Archer, 2009; str. 21.

### 3.1.2. Teorijski pristup strategijama monetarne politike

Jednako važan element novog konsenzusa jeste izbor optimalne strategije koju bi trebalo upotrijebiti, kako bi se postigao prethodno objašnjeni krajnji cilj monetarne politike. Usljed nemogućnosti direktnog uticaja instrumenta monetarne politike na krajnje ciljeve, posebno važno pitanje koje je predmet teorijskih razmatranja jeste izbor adekvatnog intermedijarnog targeta. Target bi, kao spona između operativnog i krajnjeg cilja monetarne politike, igrao ulogu vodećeg indikatora, jer registruje promjene unaprijed, ali i političkog indikatora, jer odražava namjeru centralne banke.

Budući da je monetarna teorija prihvatila tezu da postoje visoki troškovi inflacije zbog događaja koji su se dešavali tokom 70-tih godina XX vijeka, bitan element u ostvarivanju stabilnosti cijena postaje nominalno sidro. Nominalno sidro predstavlja nominalnu varijablu oličenu uglavnom u stopi inflacije, novčanoj masi, deviznom kursu ili nominalnom bruto domaćem proizvodu. Odluka o izboru varijable za intermedijarni target zavisi od toga na koju se teoriju oslanja centralna banka kada objašnjava transmisioni mehanizam monetarne politike.

Monetarno targetiranje se prema Mishkinu (2006, str. 5) sastoji od tri elementa:

1. Oslanjanje na informacije koje prenosi monetarni agregat za vođenje monetarne politike;
2. Objavljivanje srednjoročnih targeta za monetarne agregate;
3. Mehanizam odgovornosti za sprječavanje velikih i sistematskih odstupanja od monetarnih targeta.

U literaturi se ističe nekoliko prednosti pomenutog režima monetarne politike. Naime, monetarni agregati, posebno užeg obuhvata, mogu se brzo i lako kontrolisati od strane centralne banke. Mogu se veoma precizno mjeriti u relativno kratkim vremenskim intervalima, koji u principu iznose po nekoliko nedjelja. Korišćenje monetarnih agregata kao nominalnog sidra takođe povećava transparentnost monetarne politike,

budući da se veoma brzo šalju signali zainteresovanoj javnosti koji utiču na njihova inflaciona očekivanja. Transparentnost targetiranja monetarnih agregata povećava i odgovornost centralne banke prema javnosti u namjeri da inflaciju drži na niskom nivou.

Ekonomska teorija polazi od nekoliko pretpostavki za uspješnu primjenu ovog režima, od kojih se najznačajnije odnose na nužnost postojanja konstantne brzine opticaja novca, kao i egzogenost novčane mase, odnosno njeno kontrolisanje od strane centralne banke. Budući da su pomenuti preduslovi postojali tokom sedamdesetih godina, strategija monetarnog targeta je tada usvojena u nekoliko razvijenih zemalja, ali je imala različite rezultate.

Dok su SAD, Kanada i Velika Britanija imale loša iskustva s pomenutim režimom, ponajviše zbog toga što u tim zemljama pomenuta strategija nije na ozbiljan način sprovedena, kao i zbog nepostojanja čvrste veze između monetarnih agregata i krajnjeg cilja, Njemačka i Švajcarska su imale potpuno suprotna iskustva. Uspješnost režima u ovim državama je rezultat činjenica da se nijesu oslanjale na Friedmanovo pravilo o konstatnoj stopi rasta monetarnih agregata, kao i da su poklanjali posebnu pažnju komunikaciji s javnošću, u cilju obaranja inflacionih očekivanja kao važnog faktora koji utiče na visinu stope inflacije.<sup>33</sup>

Iako monetarno targetiranje u odnosu na druge režime ima nekoliko prednosti koje su prethodno pomenute, ipak se u praksi može valorizovati jedino u slučaju ispunjenja brojnih preduslova. Među najvažnijim je postojanje visoko predvidljive veze između samog agregata i krajnjeg cilja monetarne politike, formulisanog u vidu stabilnosti cijena ili nominalnog dohotka. Skoro jednako važni preduslovi su i postojanje stabilne tražnje za novcem, kao i odsustvo značajnijeg fluktuiranja kamatnih stopa. Kako su vremenom, oslanjajući se na novija teorijska istraživanja i empirijsku verifikaciju, ključni preduslovi za uspješnost primjene ovog režima postali upitni, mnoge zemlje su se odlučile za napuštanje ove strategije, tražeći pri tom adekvatnu alternativu.

Drugo potencijalno nimalno sidro monetarne politike jeste fiksiranje odnosno vezivanje vrijednosti domaće valute za valutu velike zemlje s niskom inflacijom. Prednost korišćenja ovog režima monetarne politike se svodi na eliminisanje ili ublažavanje problema vremenske nedosljednosti, što svakako smanjuje diskreciona prava centralne banke i onemogućava korišćenje pretjerane ekspanzivne ili restriktivne monetarne politike usmjerene u pravcu devalvacije odnosno revalvacije deviznog kursa. Zato se zahtjevi za fiksiranjem deviznog kursa posmatraju kao jasna namjera za napuštanjem diskrecione monetarne politike.<sup>34</sup> Osim toga, druga značajna prednost se odnosi na smanjivanje inflacionih očekivanja odnosno na njihovo vezivanje za inflaciju zemlje sidra, što doprinosi držanju inflacije pod kontrolom, što je i osnovni razlog zbog kojeg je ova strategija u cilju obaranja inflacije primjenjivana kako kod razvijenih, tako i kod nerazvijenih zemalja. Među prednostima treba

---

<sup>33</sup> Detaljnije o tome pogledati: Mishkin, 2000; str. 1-7.

<sup>34</sup> Interesantna je analiza ove pojave od strane grupa autora koja je odrađena u kontekstu novog kejnzijanskog pristupa, pa u tom kontekstu za više informacija pogledati: Laurent, Dellas i Loisel, 2008.

pomenuti i povećanu integraciju zemalja sa susjedima koja se primjenom ovog režima postiže. Takođe treba istaći da u brojnim zemljama u razvoju, koje imaju neprijatna iskustva s inflacionim kretanjima, ovo praktično predstavlja jedini način za suzbijanje inflacije, putem valutnog odbora ili pak pune dolarizacije. U skorijim istraživanjima<sup>35</sup> među razlozima za korišćenje ove strategije autori dodaju i želju da se uslovi trgovine stave u svoju korist.

Inače, kod vezivanja valute donosioci odluka se nalaze pred dva izbora – koja je referentna valuta za koju se vezuje domaća i kakva je priroda vezivanja u smislu obavezivanja i čvrstine, odnosno izbora između valutnog odbora, puzajućeg vezivanja, i slično. Gudmundsson (2006) sugerše da bi za zemlje s relativno diverzifikovanom trgovinom bilo bolje da umjesto vezivanja za pojedinačnu valutu, svoju valutu vežu za ponderisanu korpu valuta u kojoj bi dominantno učešće imale valute onih zemalja koje imaju tendenciju niske inflacije. Time bi se, s druge strane, smanjili i efekti odnosno posljedice promjena ključnih međunarodnih valutnih parova na unutrašnju i spoljašnju makroekonomsku ravnotežu.

Pojedini autori<sup>36</sup> takođe sugeršu da bi za male zemlje bolja strategija predstavljala vezanje svoje valute za valutu glavnog trgovinskog partnera, posebno ukoliko je integracija s partnerom jedan od njenih ciljeva. Pri tom pojedini teoretičari smatraju da je pojedinačno vezanje valute bolja opcija u odnosu na vezanje za korpu valuta iz nekoliko razloga, od kojih je ključni taj što je kod prvog slučaja mnogo transparentniji pristup i lakše je razumljiv javnosti, što je od velike važnosti kada je riječ o inflacionim očekivanjima. Valutni odbor takođe može biti snažan obavezujući mehanizam zasnovan na vezanom deviznom kursu, posebno zbog toga što propisuje strožiju obavezu centralnim bankama prema fiksnom kursu u odnosu na klasični fiksni kurs, zbog čega se može iskoristiti kao efikasan instrument za obaranje inflacije u relativno kratkom roku.

Pored brojnih prednosti koje ovaj režim nosi sa sobom, postoje i značajni nedostaci koji odvrćaju od njegovog korišćenja. Prihvatanjem deviznog kursa kao intermedijarnog cilja monetarne politike, monetarne vlasti se praktično odriču od primjene monetarne politike koja bi bila nezavisna u odnosu na zemlju porijekla targetirane valute, što je ozbiljan nedostatak koji praktično onemogućava ozbiljniju reakciju na različite izazove koji pogađaju dvije države. To znači da je ponuda novca u domaćoj zemlji u direktnoj zavisnosti od kretanja ponude novca u zemlji sidra, usljed želje da se očuva stabilan nivo deviznog kursa. Takođe se ističe i slabljenje odgovornosti nosilaca monetarne politike za poteze koje povlače. Pojedini autori<sup>37</sup> bitnim nedostatkom smatraju i nemogućnost dugoročnog targetiranja bilo koje nominalne varijable, budući da je monetarna politika podređena ciljevima samog fiksnog kursa. Još jedan bitan nedostatak su i značajno teže posljedice koje nastupaju za domaću zemlju u slučaju kolapsa domaće valute nastale kao rezultat špekulativnog napada.

---

<sup>35</sup> Za više informacija pogledati na primjer: Ester i Monacelli, 2008; str.721-750; De Paoli, 2009; str. 11-22.

<sup>36</sup> Pogledati na primjer: Frankel, 2003.

<sup>37</sup> Za detaljnije informacije pogledati: Masson, Savastano i Sharma, 1997.

Inflaciono targetiranje, koje je postalo izuzetno popularno tokom 90-tih godina prošlog vijeka, prema Mishkinu (2000, str. 12) se sastoji iz pet ključnih elemenata:

1. Javno objavljivanje srednjoročnih inflacionih targeta;
2. Institucionalna posvećenost stabilnosti cijena kao primarnom dugoročnom cilju monetarne politike i posvećenost postizanju inflacionog cilja;
3. Strategija uključivanja informacija u kojoj mnoge varijable, a ne samo monetarni agregati, imaju ulogu pri donošenju odluka o monetarnoj politici;
4. Povećana transparentnost strategije monetarne politike putem komunikacije s javnošću i tržištima o planovima i ciljevima monetarne politike;
5. Povećana odgovornost centralne banke kod postizanja inflacionih ciljeva.

Kao intermedijarni cilj može se koristiti numerički target ili zona inflacije za jedan ili više vremenskih perioda. Pri tom treba naglasiti da se za target ipak češće koristi zona u odnosu na pojedinačan broj, dok se targetni period za koji se posmatra odnosi na period od jedne do četiri godine. Kada je o zoni riječ, onda valja naglasiti da se kreće u rasponu od 1% do 4%, što implicira da posvećenost cilju koji se manifestuje u stabilnosti cijena nikako ne znači zahtjev za postizanjem nulte stope inflacije. Ovo zato što ne postoje ubjedljivi dokazi koji upućuju na korist od nivoa inflacije ispod 2%, dok je s druge strane cijena smanjenja izuzetno visoka (Bernanke i Mishkin, 1997, str. 97-116). Tako su na primjer Akerlof, Dickens i Perry (1996) pokazali da veoma niska stopa inflacije smanjuje fleksibilnost nadnica, što smanjuje alokativnu efikasnost tržišta radne snage, pa čak i povećava nivo prirodne stope nezaposlenosti, mada značaj pomenutih zaključaka ipak ne treba preuveličavati. Važno je istaći da je za kreatore targeta jednako obavezujuća i donja i gornja granica zone, na osnovu čega se vidi da se umjesto rigidnog pravila koristi ograničena diskrecija, koja se koristi u cilju stabilizacije autputa, zbog čega se pomenuti režim često naziva fleksibilno inflaciono targetiranje, budući da je striktno inflaciono targetiranje ipak znatno rjeđe.

Ono što takođe privlači pažnju u literaturi jeste definicija targeta, odnosno koju mjeru inflacije uzeti. Analizirajući države koje su prihvatile ovu strategiju, stiče se utisak da se najveći broj zemalja opredijelio za neku varijantu indeksa potrošačkih cijena (CPI). Ipak, najčešće se ne uzima u obzir tzv. publikovani indeks potrošačkih cijena, već prije bazna stopa inflacije. S tim u vezi je takođe potrebno naglasiti da ne postoji jedinstven pristup vezan za činjenicu ko je zadužen za određivanje i objavljivanje inflacionog targeta, već su iskustva različita. To može raditi isključivo centralna banka, zajednički centralna banka i vlada, ili pak isključivo vlada, mada ipak prevladava praksa da to rade centralna banka i vlada, kao nosioci monetarne i fiskalne politike.

Riječ je dakle o strategiji monetarne politike koja se praktično razvila iz strategije monetarnog targetiranja, i to na način što je prihvatila najuspješnije njene elemente, od kojih se svakako izdvajaju posvećenost cjenovnoj stabilnosti i veća transparentnost same politike. Glavna prednost inflacionog targeta je u tome što je postignuta puna transparentnost koja utiče na inflaciona očekivanja javnosti, budući da je za javnost pomenuti target veoma lako razumljiv. Za razliku od targetiranja monetarnih agregata,

jer se kod njih remećenjem odnosa između agregata i inflacije stvara problem pri objašnjavanju javnosti zašto je potrebno odstupiti od monetarnog targeta, čime se značajno ugrožava transparentnost koja je jako važna za postizanje željenog nivoa inflacije. Zapravo, za inflaciono targetiranje je irelevantan odnos između količine novca i inflacije, što je bitna prednost u odnosu na monetarno targetiranje, gdje su šokovi koji nastaju kod brzine opticaja novca pravili velike probleme prilikom ostvarivanja krajnjih ciljeva.

Ovim režimom se takođe utiče na umanjivanje problema vremenske nedosljednosti, budući da se jasnim objavljivanjem inflacionog targeta smanjuje prostor za vršenje pritiska različite vrste na centralnu banku da sprovodi inflatornu monetarnu politiku, ne bi li se uticalo na druge ciljeve ekonomske politike, s dugoročno nepoželjnim posljedicama. Ključna prednost u odnosu na targetiranje deviznog kursa je ta što se čuva nezavisnost monetarne politike, čime se stvaraju mogućnosti za njeno korišćenje kao reakciju na interne i eksterne šokove na koje privrede nijesu imune. To s druge strane znači da je monetarna vlast u prilici da osim primarnog cilja, koji se manifestuje u stabilnoj i niskoj inflaciji, vodi računa i o drugim stabilizacionim ciljevima, i da koristi adekvatan instrumentarijum kako bi odreagovala na promjene agregatne tražnje.

Mishkin (2011, str. 14) tvrdi da fleksibilno inflaciono targetiranje podrazumijeva obavezu centralne banke da stabilizuje inflaciju u dugom roku, često na eksplicitnom numeričkom nivou, ali takođe dozvoljava centralnoj banci da u kratkom roku slijedi politiku usmjerenu na stabilizaciju outputa oko prirodne stope. S druge strane, Bean (2007, str. 8) smatra da zamjerke koje se katkad pripisuju inflacionom targetiranju, a koje govore o tome da je ova strategija previše ograničavajuća u smislu da ne poklanja dovoljno pažnje neinflacionim ciljevima, nemaju realnog osnova. Ovo zato što su, po njemu, sve centralne banke koje su prihvatile ovaj režim mnogo više fleksibilne nego što su krute, tako da to ne znači da će biti posvećeni postavljenom targetu po svaku cijenu, ne vodeći računa o konsekvencama. Naprotiv, određivanje targeta koristi centralnoj banci da objasni svoju namjeru, što s druge strane ne znači da ne može preduzimati odmjerenе akcije u pravcu postizanja neinflacionih ciljeva.

Osim prethodno navedenih brojnih prednosti u odnosu na druge režime monetarne politike, za strategiju inflacionog targetiranja se vezuje i nekoliko nedostataka koji su isticani u teoriji. Jedan od ključnih argumenata njenih kritičara je taj da su zemlje koje su primijenile inflaciono targetiranje zaista postigle željene ciljeve vezane za inflaciju ili output, ali jednako tako primjećuju da je to slučaj i kod onih zemalja koje se nijesu opredijelile za ovu strategiju, kao na primjer SAD ili Njemačka. Takođe se u literaturi ističe da ipak ova strategija nije dovoljno transparentna, budući da se inflacioni target određuje uslovno, pošto je uslovljen kretanjima drugih varijabli modela. Pojedini autori zamjeraju i to što koncentrisanje na inflacioni target može da dovede do prevelike fluktuacije outputa, što se u svakom slučaju negativno odražava na privredu u cjelini.

Međutim, i pored činjenice da postoje kritičari ovog režima, ipak prevladava mišljenje da inflaciono targetiranje zaista predstavlja napredak u odnosu na druge strategije monetarne politike, što s druge strane i potvrđuju empirijski dokazi koji idu u prilog pomenutoj tvrdnji. Blanchard (2009, str. 2) zaključuje da je predkrizni period (kriza u SAD-u 2007. godine) bio karakterističan po rastućoj popularnosti inflacionog

targetiranja ne samo među kreatorima monetarne politike, nego i u okviru akademskih krugova. Postoje i autori, među kojima se ističe Mishkin, koji je zbog nesumnjivih prednosti ovu strategiju preporučuju Sistemu federalnih rezervi.

### **3.2. Pristup ciljevima, instrumentima i efektima fiskalne politike**

#### **3.2.1. Teorijski pristup ciljevima fiskalne politike**

Fiskalna politika kao dio ekonomske politike svojim instrumentarijumom nastoji da ostvari brojne ciljeve, koji mogu biti fiskalne i nefiskalne prirode. Sredinom prošlog vijeka Keynes razvija svoju teoriju kojom odbacuje postavke klasičara i zagovara aktivnu ulogu države usmjerenu u pravcu uticanja na agregatnu tražnju s ciljem postizanja pune zaposlenosti. Time je fiskalna politika izbačena u prvi plan.

Od tada se, zahvaljujući teorijskim i empirijskim istraživanjima sprovedenim u različitim vremenskim periodima, na različit način gleda na ulogu odnosno na ciljeve fiskalne politike. Pored fiskalnih cijeva, postoje i brojni nefiskalni ciljevi koji mogu biti različiti i mogu se odnositi na dohodak, zaposlenost, inflaciju, ravnomjeran regionalni razvoj, raspodjelu faktora proizvodnje, dohotka i imovine, zadovoljenje javnih potreba, kao i brojne socijalne, ekološke i druge ciljeve. U literaturi se najčešće ističu četiri cilja koja se postavljaju pred kreatorima fiskalne politike, a koja se odnose na: optimalnu alokaciju resursa, pravednu raspodjelu dohotka i blagostanja, ekonomsku stabilizaciju i privredni rast. Na osnovu prethodnog se lako može zaključiti zbog čega je svojevremeno Musgrave (1959, str. 4-24) sve nefiskalne ciljeve podijelio u tri grupe:

- Alokativne ciljeve;
- Redistributivne ciljeve;
- Stabilizacione ciljeve.

Alokativna grupa ciljeva podrazumijeva aktivnost države koja je usmjerena na najbolju raspodjelu i korišćenje faktora proizvodnje. Naime, alokacijom resursa za različite namjene u skladu s preferencijama potrošača njihovo blagostanje je maksimizirano. Možemo reći da su blagostanje i efikasnost implicitno definisani funkcijom korisnosti. Tržišta funkcionišu efikasno ukoliko isključuju one koji ne žele da plate i omogućavaju drugima zadovoljavanje individualnih preferencija putem odluka o potrošnji. Zapravo, tržišni mehanizam alocira efikasno privatna dobra ukoliko su marginalni troškovi jednaki marginalnoj korisnosti. U ovom slučaju kažemo da je bruto domaći proizvod adekvatan indikator blagostanja.

Međutim, ovo je pretpostavka koja važi za privatna dobra, dok je kod javnih dobara znatno drugačija situacija. Ovo iz razloga što alokacija resursa i alokacija shodno preferencijama, odnosno ponuda i tražnja za javnim dobrima, ne može biti ograničena samo na one koji su voljni da ih plate. Ovo zato što postoje različite preferencije, pa korišćenje dobra od strane pojedinaca utiče na korisnost drugih, čime se stvaraju



eksternalije. Država ih mora internalizovati na način što će svojom regulativom i adekvatnim oporezivanjem uticati na izjednačavanje pojedinačnih marginalnih troškova sa socijalnim (društvenim) troškovima.<sup>38</sup>

Uzimajući prethodno u obzir, lako se zaključuje da mehanizam cijena ne obezbjeđuje optimalno zadovoljenje ličnih i društvenih potreba, zbog čega se javlja potreba za državnom intervencijom u smislu alokacije resursa, kako bi se njihovim razmještanjem u određene privredne grane uticalo na maksimiziranje društvenog proizvoda. Na taj način se putem kvantitativnih i kvalitativnih pristupa planski alociraju resursi u pojedine oblasti, čime se zapravo koriguje njihovo razmještanje tržišnim mehanizmom.

Redistributivna grupa ciljeva, koja je važna zbog etičkih i funkcionalnih razloga, usmjerena je na korigovanje primarne raspodjele, odnosno raspodjele dohotka i imovine, do koje je došlo pod uticajem tržišnog mehanizma, a koja fiskalnim instrumentarijumom nastoji eliminisati izražene nejednakosti, vodeći pri tom računa o principu pravednosti.<sup>39</sup> Ovo na način što se u prvoj iteraciji direktnim porezima utiče na uravnoteženje predmeta redistribucije, dok se javnim rashodima odnosno transfernim davanjima vrši dalje ujednačavanje. Preciznije rečeno, najnovija istraživanja koja su vršena u cilju pronalaženja adekvatnih politika koje bi bile najefikasnije sredstvo za postizanje redistributivnih ciljeva, u prvi plan izbaciju tri opcije koje nosiocima fiskalne politike stoje na raspolaganju, a koje negativno ne utiču na privredni rast:

1. Implementacija progresivnijeg sistema oporezivanja;
2. Podrška zapošljavanju, ključnom redistributivnom mehanizmu, putem poreske i socijalne politike;
3. Aktivna upotreba socijalne politike, koja inače negativno ne utiče na ciljeve vezane za privredni rast i zaposlenost (Prasad, 2008, str. 38).

Intenzitet redistribucije, odnosno kriterijumi na kojima se zasniva preraspodjela dohotka i imovine, dominantno zavise od odnosa političkih snaga u zemlji. Od njih inače zavisi sistem vrijednosti donosilaca odluka koji odlučuju i sude o principu pravednosti.

Problem nejednakosti počev od 90-tih godina XX vijeka posebno izaziva interesovanje u literaturi s obzirom na činjenicu da se dohodne razlike povećavaju tokom vremena<sup>40</sup>, dok se s druge strane javljaju nova saznanja o odnosu između nejednakosti i privrednog razvoja. S tim u vezi je svojevremeno Kuznets (1955) postavio hipotezu da je nejednakost dominantno određena nivoom privredne razvijenosti, odnosno da će se zemlje čiji se dohodak nalazi između niskog i srednjeg nivoa suočiti s pogoršanjem raspodjele dohotka, dok će kod onih koje su na nivou

---

<sup>38</sup> Za detaljnije informacije pogledati: Collignon, 2005; str. 3-10.

<sup>39</sup> Princip pravednosti se veoma teško određuje budući da je za nekog pravednost sinonim sa jednakošću koja se manifestuje u tome da svi primaju jednake dohotke, dok je za druge ovaj princip zadovoljen ako je postignuta jednakost prilika, budući da se po njima jednakost u rezultatima može tolerisati.

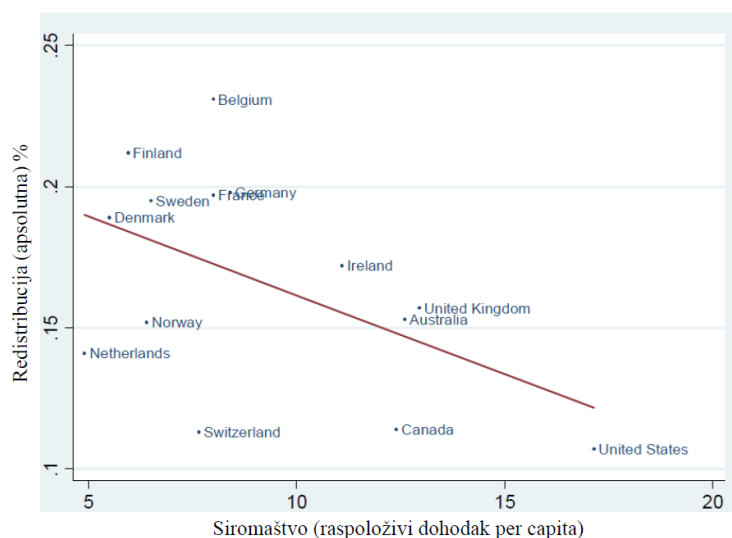
<sup>40</sup> Za detaljnije informacije o povećanju dohodnih razlika unutar pojedinih zemalja pogledati: Kanbur i Lustig, 1999.

između srednjeg i visokog dohotka raspodjela biti poboljšana. To znači da će se povećanjem dohotka u zemlji, poslije određene „obrtne tačke“ suziti nejednakost među različitim društvenim grupama. Znatno kasnije Paukert (1973) u svojim empirijskim istraživanjima potvrđuje Kuznetsovu hipotezu. Međutim, novija empirijska istraživanja odnosa između nejednakosti i razvoja, počev od Deininger i Squira (1997) odbacuju pomenutu hipotezu, zbog čega danas najveći broj teoretičara ne vjeruje u pretpostavku da visoke stope rasta pogoršavaju raspodjelu dohotka.

Nasuprot tome, Alesina i Rodrik (1991), Alesina i Perotti (1993), Bertola (1991), Perotti (1993), Saint–Paul i Verdier (1991) sproveli su istraživanja na sličnu temu, s tom razlikom što umjesto uticaja privrednog razvoja na nejednakost radije posmatraju obrnuti uticaj – uticaj nejednakosti na privredni razvoj. Pri tom je, kako primjećuje Jha (1999, str. 6), kritična veza između raspodjele dohotka i privrednog rasta određena teorijom javnog izbora, a posebno teorijom medijskog birača. Pomenute studije pokazuju da je fiskalni kanal efikasno sredstvo za povezivanje početne raspodjele dohotka s budućim privrednim rastom i raspodjelom dohotka. Persson i Tabellini (1994) kao i Alesina i Rodrik (1994) odbacuju tradicionalnu pretpostavku o tome da smanjivanje nejednakosti usporava rast, na način što dokazuju upravo suprotno – da postoji obrnuta proporcionalnost između nejednakosti i privrednog rasta, odnosno da je ravnomjernija raspodjela dohotka putem različitih kanala zapravo stimulator rasta.

Rezultati istraživanja idu u pravcu povećanja važnosti redistributivnih ciljeva fiskalne politike, zbog čega i ne čudi konstatacija Martinez–Vasqueza (2004) da bi jedan od osnovnih ciljeva fiskalne politike morao biti rješavanje problema nejednakosti u raspodjeli dohotka i poboljšanje blagostanja siromašnih u društvu. Dobra fiskalna politika ne promovise isključivo makroekonomsku stabilnost i privredni rast, već je istovremeno moćno sredstvo za redukciju siromaštva i nejednakosti (Purveyar i Jewers, 2008, str. 1). Potvrdu za to nalazimo u činjenici da korišćenje fiskalne politike u funkciji redistribucije značajno utiče na smanjivanje siromaštva u društvu, što je i prikazano na grafiku (14):

Grafik 14: Redistribucija i siromaštvo



Izvor: Mahler i Jesuit; 2006; str. 483-511.

Musgrave je pod stabilizacionom grupom ciljeva podrazumijevao one ciljeve koji su usmjereni u pravcu održavanja visoke stope zaposlenosti i stabilnog nivoa cijena, odgovarajuće stope privrednog rasta i željenih rezultata u razmjeni s inostranstvom. I zaista, tokom 60-tih godina prošlog vijeka u literaturi je bilo široko prihvaćeno stanovište da je fiskalna politika korisna zbog činjenice da se vjerovalo u sposobnost donosilaca odluka da primjenjujući diskrecionu fiskalnu politiku efikasno utiču na stabilizaciju privrede. Tokom 70-tih i 80-tih godina XX vijeka je efikasnost stabilizacione funkcije fiskalne politike detaljno analizirana, na bazi čega su nekoliko elemenata vezana za pomenutu problematiku postala sastavni dio novog konsenzusa (nove sinteze) koji je nastao u posljednjoj deceniji XX vijeka (Gwartney, Stroup, Sobel i MacPherson, 2009, str. 252-253).

Prvi element je vezan za činjenicu da je pravovremenost diskrecione fiskalne politike, koja je od ključnog značaja, izuzetno teško postići s obzirom na ograničenu mogućnost predviđanja kretanja privrednih ciklusa i kašnjenja efekata fiskalne politike, što sve skupa prilično ograničava efikasnost diskrecione fiskalne politike. To je i osnovni razlog zbog kojeg većina makroekonomista u tzv. novoj sintezi ne preporučuje korišćenje fiskalne politike u stabilizacione svrhe.

Sastavni dio drugog elementa jeste preporuka koja ide u prilog korišćenju automatskih stabilizatora u funkciji regulisanja agregatne tražnje i direktnog pomaganja privredi u funkciji postizanja pune zaposlenosti. Ovo iz razloga što za njihovo djelovanje nije potrebna nova diskreciona odluka, dok s druge strane ublažavaju negativne efekte recesije, ali istovremeno i sprječavaju pregrijavanje ekonomije u periodu ekspanzije. Stoga, i pored činjenice da neki ekonomisti osporavaju njihovu efikasnost, ipak se skoro svi slažu da obavljaju stabilizacionu funkciju.

Treći sastavni element novog konsenzusa ide u prilog tezi o postojanju znatno manje efikasnosti fiskalne politike u odnosu na ranija kejnzijanska gledišta, ponajviše zbog efekta istiskivanja i načina njegovog djelovanja na ekonomiju. Zato što pomenuti efekat, ako ne u potpunosti, a ono u značajnoj mjeri neutrališe efekat budžetskog deficita na agregatnu tražnju, podiže kamatne stope i smanjuje neto izvoz kao rezultat apresijacije valute, istovremeno smanjujući i privatnu tražnju. Zbog toga se, uostalom, i potencira mali efekat stabilizacione fiskalne politike na krajnje ciljeve.

Feldstein (2009, str. 1-5) primjećuje da je postojao rasprostranjeni konsenzus među makroekonomistima da fiskalna politika nije koristan instrument za sprovođenje stabilizacione, odnosno kontraciklične, politike. Dalje pojašnjava promjenu gledanja na fiskalnu politiku tokom vremena na način što ističe da je moć kejnzijanske fiskalne politike pokazana nakon Velike depresije. Tada je Roosevelt snažnom javnom potrošnjom podsticao zaposlenost i privredni rast, da bi koju deceniju kasnije empirijska istraživanja pokazala da je Keynesov multiplikator znatno manji u odnosu na ranija shvatanja, zbog prethodno pomenutog djelovanja efekta istiskivanja i povećanja kamatnih stopa, čime je pokazana nedjelotvornost fiskalne strategije. To je bio i razlog zbog kojeg se fokus kontraciklične politike pomjerio s fiskalne na monetarnu politiku.

Setterfield (2007, str. 9-16) naglašava potpuno neopravdano zanemarivanje fiskalne politike u modelima novog konsenzusa u makroekonomiji. Dokazuje da je fiskalna

politika kao instrument stabilizacione politike održiva alternativa monetarnoj politici, zbog čega i predlaže reformulaciju pomenutih modela.

Nalaze Feldsteina potvrđuju brojna istraživanja, poput Clarid, Gali i Gertler (1999), Svenson (1999) Svensson i Woodford (2005) i slično, sprovedena u predkriznom periodu (perodu prije najnovije krize iz 2007. godine), koja zapravo u prvi plan izbacuju monetarnu politiku i njenu ulogu u kontrolisanju ne samo inflacije već i same privredne aktivnosti, dok istovremeno fiskalna politika privlači veoma malu pažnju. Ovo je posebno problematično za članice Evropske monetarne unije (EMU) kojima je u suštini fiskalna politika jedini instrument makroekonomske politike.

Međutim, Blanchard, Dell'Araccia i Mauro (2010, str. 202), nasuprot tome, naglašavaju da je ograničena uloga fiskalne politike, odnosno odbijanje njenog korišćenja u cilju postizanja stabilizacionih odnosno kontracikličnih ciljeva, naročito naglašavana u akademskim krugovima, dok je praksa ipak bila drugačija. Ovo na način što u svojoj analizi dokazuju da su diskrecioni fiskalni stimulanzi generalno prihvatani i primjenjivani kao odgovor na ozbiljnije šokove nastale kao posljedica kriza u razvijenijim zemljama (na primjer kriza u Japanu ranih devedesetih godina), ali i u zemljama u razvoju zbog postojanja ograničenog dejstva automatskih stabilizatora.

Ono što je često zbunjivalo u literaturi, a samim tim i privlačilo posebnu pažnju, jeste odnos između dugoročnih efekata fiskalne politike i stabilizacione politike. Andersen (2005) zaključuje da budući da agregatna tražnja ima ulogu u determinisanju aktivnosti u kratkom roku, slijedi da privremene varijacije u javnoj potrošnji i porezima mogu imati značajan efekat i mogu biti upotrijebljeni u funkciji stabilizacije privrede, uprkos tome što dugoročni multiplikator može biti negativan. Takođe naglašava da je ipak znatno lakše uspostaviti princip opravdanosti korišćenja stabilizacione fiskalne politike, dok je znatno teža implementacija u praksi, zbog čega je neophodno biti posebno oprezan s njenom primjenom.

### **3.2.2. Analiza efekata fiskalne politike**

Fiskalna politika, kao jedan od najznačajnijih instrumenata ekonomske politike, proizvodi brojne efekte, na direktan ili indirektan način. Efekti nastaju kao rezultat težnje za ostvarenjem prethodno pomenutih fiskalnih i nefiskalnih ciljeva u ekonomskom sistemu, poput pune zaposlenosti, stabilnosti cijena, poboljšanja platnog bilansa, podsticanja privrednog rasta, kao i preraspodjele dohotka i imovine. I pored brojnih dejstava fiskalne politike, moguće je izdvojiti efekte tražnje i efekte likvidnosti, odnosno efekte stabilizacije, efekte stimulacije i efekte redistribucije. Na osnovu toga se može zaključiti da mjere fiskalne politike, odnosno automatski stabilizatori, formule elastičnosti i diskrecione mjere, mogu biti usmjerene kako na podsticanje privrednog rasta (efekat stimulacije), regulisanje nezaposlenosti i nivoa cijena (efekti stabilizacije), tako i na redistribuciju dohotka i imovine (efekti redistribucije).

Generalni stavovi koji se odnose na razvojno djelovanje fiskalne politike, odnosno stimulanje privrednog rasta, a koji potiču iz tradicionalne fiskalne literature, opšte su poznati. Polaze od pretpostavke da se ekspanzivnom fiskalnom politikom oličenom u

smanjenju poreza, povećanju javnih rashoda, budžetskom deficitu, te raznim vrstama poreskih podsticaja i stimulansa, može djelovati na potrošnju i agregatnu tražnju, te samim tim direktno ili indirektno uticati na podsticanje privrednog rasta. Efekti fiskalne politike na privredni rast odnosno dohodak se najlakše mogu prikazati u standardnom Hicksovom IS–LM modelu. Na osnovu modela će se vidjeti da svako povećanje javne potrošnje  $\Delta G$ , utiče na stvaranje nove ravnoteže koja će se postići na nivou  $mg \cdot \Delta G$ , gdje je  $mg$  multiplikator javne potrošnje od kojeg će i zavisiti konačan efekat povećanja javne potrošnje na dohodak, odnosno:

$$Y1 = Y0 + mg \cdot \Delta G$$

Veza između privrednog rasta i fiskalne politike je konstatno privlačila pažnju, kako u teorijskom tako i u empirijskom smislu. Međutim, kako su Tanzi i Zee (1997) primijetili, rezultati empirijske analize koje su uzimale u obzir tri indikatora fiskalne politike – javnu potrošnju, poreze i budžetski deficit, govore o tome da ne postoji sistematsko favorizovanje bilo kojeg od pomenutih indikatora u odnosu na drugi. Levine i Renelt (1992) čak zaključuju da kretanje niti jednog od pomenutih indikatora ne pokazuje čvrstu vezu s bruto domaćim proizvodom, kada se posmatraju izolovano jedan od drugog.

Najčešće korišćeni modeli za analizu efekata fiskalne politike uopšte, a samim tim i razvojne fiskalne politike, jesu neoklasični modeli zasnovani na radovima Ayiagara (1992) i Baxtera i Kinga (1993), reprezentativni makroekonometrijski modeli, a u skorije vrijeme vektorski autoregresivni modeli (VAR model) koje su razvili Blanchard i Perotti (2002).

Jedan od važnih efekata fiskalne politike jeste ublažavanje nezaposlenosti i stabilizacija privrede. Mjerama fiskalne politike država može na razne načine uticati na povećanje zaposlenosti odnosno smanjenje stope nezaposlenosti u društvu. Javnim rashodima koji se usmjeravaju u radno intenzivne djelatnosti, korišćenjem instituta javnih radova, te poreskim i drugim olakšicama, odnosno smanjenjem poreskih stopa, putem djelovanja multiplikatora i akceleratora može se uticati na ostvarenje prethodno pomenutog cilja.

Snažan odgovor fiskalne politike na ekonomsku krizu iz 2007. godine je ponovo aktuelizovao debatu o veličini fiskalnog multiplikatora. Najveća pažnja se u najnovijim istraživanjima poklanja uticaju fiskalne politike na BDP, dok se znatno manji broj istraživanja bavi pitanjima veličine uticaja povećanja javne potrošnje i smanjenja poreza na nezaposlenost.

Kako je najveći broj studija nedvosmisleno ukazao na pozitivnu vezu između povećanja javne potrošnje i BDP, o čemu je ranije bilo riječi, za očekivati je da pozitivan uticaj na privredni rast prati i smanjivanje stope nezaposlenosti. Međutim, pored tog kanala, postoje dodatni kanali kojima se direktno utiče na ponudu radne snage.

Ipak, većina teorijskih i empirijskih istraživanja dokazuje da se javnom potrošnjom može uticati na stopu nezaposlenosti. Radi naučne korektnosti moramo ukazati na činjenicu da pojedini autori ne smatraju da postoji pozitivna korelacija između pomenutih veličina, zagovarajući tezu da bi čak povećanje rashoda bilo

kontraproduktivno za stopu nezaposlenosti.<sup>41</sup> Međutim, ipak je u literaturi znatno veći broj autora koji stoje na suprotnom stanovištu. S tim u vezi Battagliani (2011, str. 2) sugerirše da jednostavni dinamički ekonomski model pokazuje da stopa nezaposlenosti može da poraste između ostalog onda kada privatni sektor postane svjestan eksternih šokova. Međutim, da bi ublažila povećanu nezaposlenost, vlada raspolaže mogućnošću usvajanja fiskalnog stimulativnog plana finansiranog iz budžetskog deficita, a koji uključuje snižavanje poreza i povećanje javne potrošnje. Vlada s druge strane može smanjiti prethodno povećani dug u normalnim vremenima.

Brojne studije ukazuju da se povećanjem potrošnje utiče na smanjivanje nezaposlenosti. Tako na primjer istraživanje koje je MMF radio 2010. godine, prikazano na grafiku (15), pokazuje da fiskalna konsolidacija ima kontraktivni karakter, odnosno da fiskalna konsolidacija u iznosu od 1% BDP izaziva pad realnog BDP za 0,5%, dok s druge strane isti nivo konsolidacije utiče na povećanje nezaposlenosti za 0,3%.

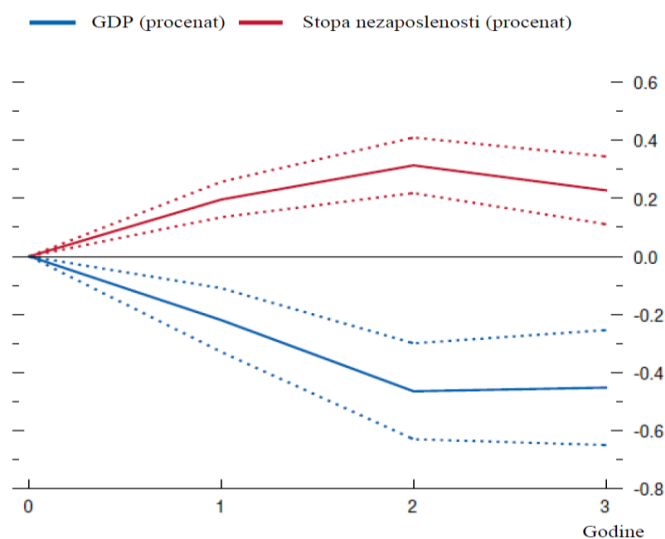
Monacelli, Perotti i Trigari (2010) potvrđuju pozitivnu vezu između povećanja javne potrošnje i povećanja zaposlenosti. Dokazuju da rast javne potrošnje u iznosu od 1% BDP izaziva maksimalno povećanje multiplikatora nezaposlenosti za 0,6%, dok s druge strane pomenuto povećanje izaziva i rast ukupnog broja radnih sati kao i vjerovatnoće pronalaska posla za maksimalno 1,5%. Holden i Sparman (2011) dalje dokazuju, uzimajući u obzir vremensku seriju od 1960-2007. godine za 20 zemalja OECD-a, da isti iznos povećanja javne potrošnje utiče na smanjenje stope nezaposlenosti u iznosu od 0,2% u istoj godini, a 0,25% u sljedećoj. Multiplikacija u modelima koji tretiraju radnu snagu postoji iz dva razloga. Prvi je vezan za postojanje procesa eksternalija u procesu zapošljavanja, što je objašnjeno prije par decenija, dok je drugi problem vezan za postojanje tzv. problema bilateralnog monopola, zahvaljujući kojem postoji ne samo mnoštvo ravnotežnih tačaka, već i konstatna stopa nezaposlenosti.

Efekat fiskalne politike se može odraziti ne samo na privredni rast i nezaposlenost, već i na nivo cijena u privredi. Tradicionalna literatura nalaže da se primjenom različitog instrumentarijuma fiskalne politike, preko regulisanja agregatne tražnje, može uticati na nivo cijena. Ovo na način što se u slučaju „pregrijane tražnje“ primjenjuje restriktivna fiskalna politika, koja obarajući nivo agregatne tražnje utiče na smanjenje stope inflacije. Dalje se sugerirše da nosioci fiskalne politike posežu za smanjivanjem tražnje onda kada se privreda nalazi u uslovima pune zaposlenosti, jer bi se u protivnom svako dalje njeno povećanje odrazilo isključivo na nivo cijena. Pomenuto smanjenje se vrši putem povećanja poreskog opterećenja, smanjenja nivoa javnih rashoda, transfernih davanja, poreskih olakšica, kao i drugim mjerama koji će rezultirati manjim prihodima i rashodima javnog sektora. Naravno, neophodan preduslov za efikasnost fiskalne politike, kada je riječ o cjenovnoj stabilnosti, jeste njena koordinacija i sinhronizovanost s monetarnom politikom.

---

<sup>41</sup> Pogledati na primjer: Bruckner i Pappa, 2007.

Grafik 15: Uticaj fiskalne konsolidacije od 1% BDP na nivo BDP i stopu nezaposlenosti



Izvor: IMF, 2010; str. 7.

Mogući kanali putem kojih fiskalna politika može uticati na nivo inflacije su različiti. Odnose se kako na prethodno pomenutu mogućnost da se uticanjem na agregatnu tražnju pokušava ostvariti ciljani nivo cijena, tako i na kanal koji uključuje mogućnost preliivanja zarada u javnom na one u privatnom sektoru, zatim na mogućnost poreskog uticaja na marginalne troškove i privatnu potrošnju, i u konačnom na očekivanja javnosti u pogledu mogućnosti buduće vlade da otkupi vanredni javni dug.

Međutim, i pored postojanja kanala putem kojih fiskalna politika može ostvarivati uticaj na nivo cijena, većina ekonomista u predkriznom periodu, nije blagonaklono gledala na eventualno korišćenje diskrecione fiskalne politike u stabilizacione svrhe, odnosno u svrhu ostvarivanja stabilnog nivoa cijena.

Rother (2004, str. 8) primjećuje da empirijska literatura koja govori o povezanosti fiskalne politike i inflacije, u principu može biti klasifikovana u tri nivoa. Ona koja pripada prvoj grupi je okrenuta dužem roku, i pokušava da utvrdi u kojoj mjeri visoki i konstantni nivoi deficita imaju uticaja na inflaciju. Za razliku od ovog pristupa, druga grupa spada u novija dostignuća, koja imaju za cilj utvrđivanje veze između promjena fiskalne politike, odnosno tzv. fiskalnih šokova i inflacije. Konačno, treći pristup je vezan za fiskalnu teoriju nivoa cijena (eng. Fiscal Theory of the Price Level).

Kada je o prvom pristupu riječ, koji dovodi u vezu fiskalnu politiku s monetarnom politikom i stopom inflacije, odnosno fiskalni deficit i inflaciju, relevantna literatura sugerise da se pomenuta veza ostvaruje u slučaju postojanja tzv. zavisne centralne banke, koja je pod snažnim uticajem vlade, budući da je u tim okolnostima centralna banka više usmjerena ka ostvarivanju ciljeva fiskalne, a manje monetarne politike. To je i razlog zbog kojeg se u tim okolnostima, usljed labavijeg pristupa centralne banke, ostvaruju snažniji deficiti, koji kasnije povlače sa sobom i višu stopu inflacije.

Postojanje relativno čvrste veze između visokog budžetskog deficita i stope inflacije potvrđuju i relativno nove empirijske studije koje su rađene u tom pravcu.<sup>42</sup>

Drugi aspekt posmatranja veze između fiskalne politike i nivoa cijena govori o efektima fiskalnih šokova na inflaciju. U tom smislu su istraživanja koja su rađena u tom pravcu pokazala labavu vezu između fiskalnih šokova i inflacije. Ovo na način što su korišćene analize zasnovane na vektorskim autoregresivnim modelima, na bazi kojih su na primjer Perotti (2002) posmatrajući zemlje OECD-a, a Marcellino (2002) zemlje EU, ukazali na postojanje tek malog pozitivnog uticaja fiskalnih šokova na inflaciju.

Relativno novija fiskalna teorija nivoa cijena govori o uticaju fiskalne politike na nivo cijena nezavisno od monetarnih varijabli. Pomenuta teorija nivo cijena posmatra kao ključnu varijablu čijim podešavanjem se osigurava intertemporalno budžetsko ograničenje. Ovo ograničenje izjednačava tekuće državne obaveze i neto sadašnju vrijednost državnih prihoda, odnosno budući primarni suficit i prihode od kreiranja novca (Rother, 2004, str. 10). Inače, empirijske studije koje se bave ovom teorijom nijesu posebno zastupljene u literaturi, a rezultati onih koji su se bavili njom su različiti.

Efekti redistribucije su takođe nezaobilazan segment analize mogućih uticaja koji nastaju primjenom instrumentarijuma fiskalne politike, budući da se na taj način postiže željni nivo ekonomske snage građana. Preciznije rečeno, na nejednakosti koje postoje u ekonomskoj snazi, a koje su nastale kao rezultat primarne raspodjele, može se uticati dvojako, putem usmjeravanja fiskalne politike na preraspodjelu dohotka s jedne strane, i na preraspodjelu imovine s druge strane. Tako se primjenom direktnih poreza može uticati na redistribuciju, na način što se progresivnim oporezivanjem dohotka, različitim poreskim tretmanom pojedinih djelova dohotka, kao i raznim poreskim olakšicama i oslobođanjima može uticati na smanjivanje razlika u visini dohodaka, dok se nastavak ujednačavanja može vršiti javnim rashodima.

Na redistributivni učinak poreza na dohodak može se gledati kroz njegovu kompenzatornu ulogu u smislu protivnaka negativnim učincima posrednih poreza, budući da poreski obveznici s nižim dohotkom nose relativno veći teret, pa se na prethodno pomenuti način može postići proporcionalnost ukupnog poreskog opterećenja. Još jedan mogući argument za primjenu mjera usmjerenih u pravcu redistribucije dohotka je u tome da rastući dohodak omogućava da poreski obveznici s većom ekonomskom snagom mogu značajnije iznose izdvajati za štednju i pribavljanje dodatne imovine, pa na osnovu toga ubirati dodatan prihod i time doprinijeti još izraženijem raslojavanju u društvu, što bi rezultiralo još snažnijom koncentracijom kapitala kod uskog kruga ljudi. Zato se na porez na dohodak može gledati kao na instrument kojim se kompenzuje nepostojanje takvih šansi za sticanje dohotka kod onih poreskih obveznika s nižim prihodima.

Mjerama fiskalne politike se takođe može uticati na preraspodjelu imovine, i to na različite načine, počev od onih koji se odnose na poreski tretman nasljedstva i darova,

---

<sup>42</sup> Pogledati na primjer: Catao i Terrones, 2001; Arratibel, Rodriguez-Palenzuela i Thimann, 2002.



raznim vrstama poreskih olakšica, pa čak i realnim oporezivanjem same imovine koja se ipak rijetko primjenjuje.

#### **4. Teorijske koncepcije monetarne i fiskalne politike nakon globalne ekonomske krize**

Sedamdesete i početak 80-tih godina XX vijeka karakteristične su po izrazitim šokovima koji su za rezultat imali nerijetko i dvocifrene stope inflacije i nezaposlenosti. Međutim, nakon tog perioda, od ranih osamdesetih pa sve do nastanka globalne ekonomske krize sredinom 2007. godine, nastaju relativno umirujuća ekonomska kretanja s tendencijama poput relativno niske i stabilne inflacije i odsustva značajnijih cikličnih fluktuacija, za koja su makroekonomisti uglavnom sebi pripisivali veliki dio zasluga.<sup>43</sup> Sticao se utisak da je pomenuti konsenzus rezultirao teorijskim zaokruživanjem i praktičnim potvrđivanjem dotadašnjih makroekonomskih shvatanja, zbog čega su mnogi, pa i ugledni ekonomisti poput Lucasa i Bernanke, tvrdili da su ciklična kretanja privrednog rasta pod kontrolom, te da je problem prevencije depresije riješen. Generalno samozadovoljstvo makroekonomista nijesu uspjeli da suzbiju ni povremene krize koje su se javljale, kao na primjer u Japanu 1990. godine, Meksiku, Tajlandu, Maleziji, Indoneziji i Koreji 1997. godine, i Argentini 2002. godine.

Međutim, nakon perioda velike umjerenosti, s nastankom krize u avgustu 2007. godine, koja je izazvala finansijski kolaps i najveću ekonomsku kontrakciju nakon Velike depresije 30-tih godina XX vijeka, postalo je jasno da je potrebno preispitati ranija shvatanja, strategije, efekte, odnosno ulogu monetarne i fiskalne politike u narednom periodu. Ovo iz razloga što je postalo evidentno da je ozbiljno poljuljano povjerenje u nosioce ove dvije politike i njihovu sposobnost da njima uspješno upravljaju u pravcu dostizanja željenih krajnjih ciljeva ekonomske politike.

##### **4.1. Posljedice globalne ekonomske krize na strategije monetarne politike**

Predkrizne decenije XX vijeka bile su karakteristične po konsenzusu među monetaristima nastalom na osnovu dotadašnjih teorijskih i empirijskih istraživanja, a koji je podrazumijevao uspostavljanje čitavog seta osnovnih naučnih principa kojih su se nosioci monetarne politike pridržavali, i čime su objašnjavali tadašnji uspjeh u vođenju monetarne politike. Ključni principi koji se u literaturi izdvajaju su sljedeći: inflacija je uvijek i svuda monetarni fenomen, cjenovna stabilnost ima važne benefite, nema dugoročnog trade-offa između inflacije i nezaposlenosti, očekivanja imaju krucijalnu ulogu u određivanju inflacije i uticaju transmisionog mehanizma monetarne

---

<sup>43</sup> Za detaljnije informacije o veličini smanjenja varijacija autputa i inflacije pogledati: Blanchard i Simon, 2001; str. 135-164.

politike, realne kamatne stope treba da rastu rastom inflacije (Taylorovo pravilo<sup>44</sup>), monetarna politika podliježe problemu vremenske nedosljednosti, nezavisnost centralne banke pomaže u unaprjeđenju efikasnosti monetarne politike, snažno nominalno sidro je ključni faktor za stvaranje dobrih ishoda monetarne politike, finansijski poremećaji imaju važnu ulogu u poslovnim ciklusima.<sup>45</sup> S druge strane, strategija fleksibilnog inflacionog targetiranja, koja podrazumijeva obavezu centralne banke da stabilizuje inflaciju oko targetiranog nivoa, i autput oko prirodne stope, predstavljala je najprihvaćeniji strateški okvir monetarne politike.

Najnovija ekonomska kriza iz 2007. godine (Velika ekonomska kriza<sup>46</sup>) pokrenula je brojne konceptualne dileme, koje polaze od pretpostavke da treba preispitati pojedine segmente na kojima je počivala teorija monetarne politike, dok neki sugerišu neophodnost njenog potpunog preispitivanja. Kako je kriza pokazala da makroekonomska politika mora imati više targeta (ciljeva), ali i više instrumenata koji joj stoje na raspolaganju, biće potrebno vrijeme da se sprovedu relevantna istraživanja kako bi se dobio precizan odgovor na pitanje koji instrument usmjeriti na postizanje konkretnog cilja ekonomske politike. Ukoliko se, pak, konkretnije posmatra uticaj krize na strategije monetarne politike, odnosno na fleksibilno inflaciono targetiranje, izdvajaju se tri pitanja odnosno moguće modifikacije oko kojih se najčešće raspravlja u akademskim krugovima, a od čijeg će ishoda u bitnom zavisiti budući pravci razvoja ovog strateškog okvira.

Prva dilema se odnosi na pitanje da li bi centralne banke trebale da podignu nivo inflacionog targeta, kako bi time stvorili više prostora u periodu finansijskih i ekonomskih poremećaja. Zagovornici povećanja inflacionog targeta sa do sada uobičajene vrijednosti od 2% na 4%, svoje viđenje argumentuju pretpostavkom da bi se time putem nižih realnih kamatnih stopa obezbijedio prostor za korišćenje ekspanzivne monetarne politike. Kao takva bi se koristila kao reakcija ne samo na finansijske, već i na druge šokove koje u odnosu na agregatnu tražnju u perspektivi mogu nastati, a na koje ekonomije očigledno nijesu imune budući da je posljednja kriza to potvrdila. Drugi razlog nalaze u činjenici da bi se izvjesno time tzv. problem nulte donje granice<sup>47</sup> (eng. Zero Lower Bound Problem – ZLB) smanjio, budući da je kriza pokazala da je taj problem značajno ozbiljniji u odnosu na ranija shvatanja.<sup>48</sup>

John William (2009) je u nedavnim istraživanjima sugerisao da bi inflacioni target između 2% i 4% u prosjeku bio dovoljan da se izbjegne problem nulte donje granice koji izaziva znatne troškove u pogledu makroekonomske stabilizacije, dok Akerlof,

---

<sup>44</sup> Taylorovo pravilo ukazuje da nominalne kratkoročne kamatne stope treba da se određuju kao prosjek kratkoročnih realnih kamatnih stopa korigovanih za odstupanje inflacionog targeta i gega društvenog proizvoda. Prikazuje se na sljedeći način:  $It - It - \pi t = R + \alpha(\pi t - \pi^*) + \beta(Yt - Y^*/Y^*)$ , pri čemu je  $R$  – realna kratkoročna kamatna stopa,  $\pi$  – stopa inflacije,  $Y$  – bruto domaći proizvod,  $\alpha$  i  $\beta$  – ponderi koji odslikavaju uticaj gega bruto domaćeg proizvoda i odstupanja inflacije od njenog targeta.

<sup>45</sup> Za detaljnije objašnjenje pomenutih 11 principa možete pogledati: Mishkin, 2007.

<sup>46</sup> Pod Velikom ekonomskom krizom se u tezi podrazumijeva kriza započeta u SAD-u 2007. godine, i ne treba je poistovjećivati sa Velikom depresijom iz 30-tih godina XX vijeka.

<sup>47</sup> Trenutak u kojem nije moguće dalje sniziti kamatne stope.

<sup>48</sup> Za detaljnija objašnjenja potrebe za povećanjem inflacionog targeta pogledati na primjer: Blanchard, Dell’Ariccia i Mauro, 2010; str. 207-208.

Dickens i Perry (1996) argumentuju potrebu za višom prosječnom inflacijom time što se na taj način povećava fleksibilnost realnih zarada.

Prihvatljivost pomenutog predloga iz pojedinih akademskih krugova treba cijeniti u svijetlu dokazivanja da li benefiti povećanog inflacionog targeta prevazilaze njegove troškove. Čini se da još uvijek ne postoje dokazi za to. Zapravo, izgleda da entuzijazam za ovaj predlog blijedi, budući da su nedavni događaji pružili uvjerenja da problem nulte donje granice ne predstavlja ograničenje za monetarnu politiku, što potvrđuje i činjenica da fleksibilnost monetarne politike u EMU nije smanjena uprkos niskim kamatnim stopama (Weber, 2010, str. 4). Zapravo, evidentno je da pomenuti problem postaje aktuelan u uslovima izraženih negativnih šokova, koji se ipak ne javljaju često, pa bi zbog toga valjalo zaključiti da će i benefiti biti znatno manji, odnosno biće prisutni veoma rijetko, s obzirom da je prethodni šok bio zabilježen prije sedamdesetak godina. Još jedan značajan argument protiv povećanja inflacionog targeta jeste povećanje inflacionih očekivanja, koja bi tada mogla postati ne samo povećana, već i nestabilna, što može imati izuzetno negativan karakter.

Druga dilema, koju je postavila ekonomska kriza, a koja je značajno radikalnija u odnosu na prvu, vezana je za savjete koji dolaze od strane pojedinih monetarista, a koji se odnose na preporuku da se umjesto targetiranja inflacije za target uzima agregatni nivo cijena (eng. Price-Level Targeting – PLT). Naime, smatra se da će u tom slučaju inflaciona očekivanja biti smanjena, čime će dobiti ulogu automatskog stabilizatora, što će u krajnjem uticati na stabilizaciju stope inflacije. Osnovna razlika između dva režima svodi se na to da se u režimu agregatnog nivoa cijena centralna banka obavezuje da vrši korekcije nivoa cijena od ciljanih veličina u određenom periodu, dok kod inflacionog targetiranja centralna banka reaguje na odstupanje inflacije od targetiranog nivoa, ali ne reaguje na jednokratne promjene nivoa cijena. Ovo s druge strane znači da u slučaju targetiranja nivoa cijena, centralna banka mora nastojati da koriguje premašivanje targeta u prethodnim godinama, dok kod inflacionog targetiranja to nije slučaj.

Zagovornici primjene strategije agregatnog nivoa cijena pozivaju se na zaključke do kojih se došlo u teorijskim istraživanjima sprovedenim krajem 90-tih i početkom 2000-tih godina (Svensson (1999), Woodford (2002), Ditmar, Gavin i Prescott (1999) i (2000), Vestin (2000) i (2006)), a koji se odnose na činjenicu da odabir nivoa cijena kao targeta monetarne politike ima za posljedicu manju varijaciju autputa u odnosu na slučaj s inflacionim targetom. Primjena ovog targeta je svojevrsni automatski stabilizator, s obzirom da negativni šokovi agregatne tražnje utiču na stabilizaciju očekivanja koja stabilizuju ekonomiju, što je pojava koja postaje izraženija što je šok veći, a utiče i na izazivanje problema nulte donje granice. Ipak, Duc i Clerc (2010, str. 4) primjećuju da će efekti na inflaciona očekivanja zavisiti od toga kada je strategija agregatnog nivoa cijena usvojena, koji indeks cijena je targetiran i koliko brzo su očekivanja javnosti o odstupanjima od targeta eliminisana.

To znači da Velika ekonomska kriza, koja je problem nulte donje granice učinila ozbiljnijim, sugerise na potencijalno veće benefite korišćenja strategije agregatnog nivoa cijena u odnosu na troškove koje izaziva. Ipak, osnovni preduslov za uspjeh pomenute strategije zavisi od sposobnosti centralne banke da uvjeri javnost u opravdanost poteza koje povlači, a to zavisi od toga da li shvata implikacije strategije agregatnog nivoa cijena i da li vjeruje u posvećenost centralne banke novoj politici.

Još jedna zamjerka ovoj strategiji u literaturi, a na kojoj posebno Woodford insistira, ukazuje da bi njeno prihvatanje učinilo još izraženijim problem vremenske nedosljednosti. Ipak, kako primjećuje Weber (2010), za sada se sa sigurnošću ne može tvrditi da li troškovi prelaska na target nivoa cijena premašuju benefite smanjivanja neizvjesnosti dugoročnog nivoa cijena, tako da će dalja istraživanja biti dragocjena za pružanje konačnog odgovora.

Treća dilema koju je kriza nametnula je pitanje uloge cijena imovine i značaja finansijske stabilnosti za monetarnu politiku u cjelini. Naime, kretanja cijena imovine imaju uticaj na potrošačke odluke kompanija i domaćinstava, proizvedeći tzv. efekat blagostanja i time utičući na nivo cijena. Ipak, strategija inflacionog targetiranja obuhvata ovaj efekat i sugerise da kretanja cijena imovine ne bi trebalo da imaju značajniju ulogu u vođenju monetarne politike.

Zapravo, u predkriznom periodu je postojao konsenzus vezan za cijenu imovine, koji se zasnivao na tri principa, a koji je isticao pasivnu ulogu centralne banke tokom perioda nastajanja imovinskog balona, istovremeno podstičući moralni hazard:

- Centralna banka ne bi trebalo da targetira cijenu imovine;
- Centralna banka ne treba da „probija“ imovinski balon;
- Centralna banka bi nakon pucanja balona trebala da primijeni strategiju ubrizgavanja neophodne likvidnosti<sup>49</sup>, u cilju izbjegavanja makroekonomskog kraha.<sup>50</sup>

Opravdanje za pomenuti konsenzus je vezano za mišljenje da centralna banka neće moći da na vrijeme uoči nastanak balona. Ako bi i uspjela, tržište bi to znatno prije nje uočilo, ne bi dozvolilo njegov razvoj i uticalo bi na njegov nestanak. Sistem federalnih rezervi je, na primjer, već dvije decenije čvrsto zagovarao tezu da bi centralna banka trebala da primijeni čvršću monetarnu politiku jedino u slučaju da imovinski balon podstakne porast cijena, a ne nikako usljed samog širenja balona i povećanja izloženosti finansijskog sistema povećanom riziku. Dalje se pretpostavlja da, ako bi čak centralna banka na vrijeme i uočila imovinski balon, instrumentarijum koji joj stoji na raspolaganju je i suviše neefikasan za tu namjenu budući da se balon u principu odnosi samo na pojedine segmente imovinskog tržišta, dok monetarna politika vrši uticaj na cjelokupan privredni sistem. To bi značilo da bi centralna banka mogla izazvati izraženu recesiju, rast budžetskog deficita kao i dramatično povećanje javnog duga<sup>51</sup>, u slučaju da se fokusira na eliminisanje imovinskog balona. I konačno, empirijske analize su osamdesetih i devedesetih godina potvrdile uspješnost strategija smanjivanja kamata u cilju ubrizgavanja potrebne likvidnosti radi eliminisanja posljedica pucanja balona.<sup>52</sup>

Očigledno se smatralo da će efikasno tržište uspjeti da apsorbuje sve relevantne informacije, i da će na bazi njih doći do adekvatne njegove reakcije, što se očigledno pokazalo pogrešnom pretpostavkom. Ovo iz razloga što smo od devedesetih godina pa

---

<sup>49</sup> O posljedicama pomenute strategije pogledati na primjer: Blinder i Reis, 2005.

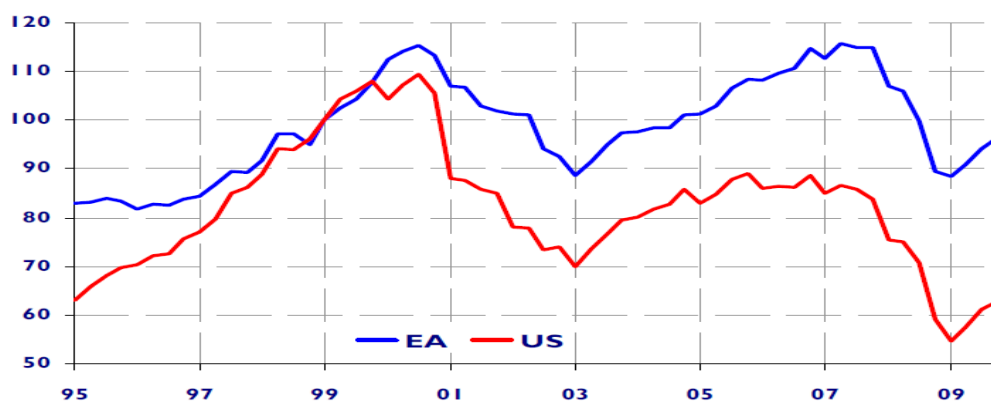
<sup>50</sup> Za detaljnije objašnjenje pomenutih principa pogledati: Issing, 2009; str. 46.

<sup>51</sup> Za istorijsku potvrdu nastanka pomenutog efekta pogledati: Reinhart i Rogoff, 2009.

<sup>52</sup> Za detaljniju elaboraciju pogledati: Noyer, 2011; str. 5-8.

sve do nastanka krize 2007. godine imali situaciju koja govori o veoma sinhronizovanom nastanku imovinskog mjehura i drugih finansijskih neravnoteža, u SAD i u Evropskoj uniji (EU), uprkos činjenici o istovremenom postojanju stabilnih cijena i ekonomske aktivnosti, što grafik (16) potvrđuje:

Grafik 16: Agregatne cijene imovine iznad nominalnog BDP<sup>53</sup>



Izvor: Fahr, Motto, Rostagno, Smets i Tristani, 2010; str. 48.

Pojedini autori poput Mishkina (2011) razlikuju dvije vrste imovinskog balona, koji proizvode različite konsekvence za privredu. Prvi, koji se odnosi na kreditni balon, može da bude veoma opasan, što uostalom i potvrđuje sama kriza. Kreditni bum, koji počinje zbog očekivanja vezanog za ekonomski prosperitet, povećava tražnju za nekom imovinom, što utiče na porast njene cijene. Pomenuti rast cijena ohrabruje dalje kreditiranje same imovine, povećavajući još više tražnju i utičući na dalji porast cijena. To dalje vodi stvaranju balona, čijim pucanjem se pokreće spirala suprotna prethodnoj, i koja u konačnom može da ugrozi cjelokupan finansijski sistem. Za razliku od prvog, drugi tip balona koji se odnosi na iracionalni balon (eng. Irrational Exuberance Bubble), i koji nastaje kao rezultat preoptimističkog očekivanja, mnogo je manje opasan za finansijski i privredni sistem u cjelini u odnosu na kreditni balon.

Negativne posljedice krize otvaraju u literaturi debatu oko toga da li bi centralna banka trebalo da se primjenom čvršće monetarne politike koncentriše na sprječavanje nastanka ili možda na čišćenje posljedica pucanja imovinskog balona. Podjela na dvije vrste imovinskih balona je važna zbog prethodno pomenute činjenice da centralna banka nije u stanju da na vrijeme primijeti nastanak imovinskog balona, zbog čega se radije sugerisalo čišćenje posljedica pucanja balona od sprječavanja njegovog nastanka. Ipak, skorija istraživanja idu u prilog protivljenju do sada dominantnom pogledu koji favorizuje „čišćenje“ u odnosu na „sprječavanje“, tako što sugerise sprječavanje nastanka kreditnog balona, koji je inače znatno lakše identifikovati u odnosu na iracionalni balon.

White (2009, str. 8) primjećuje da nije poenta u tome da se izazove pucanje balona od strane centralne banke i da se time podstaknu recesiona kretanja, već da se pooštri

<sup>53</sup> Agregetni nivo cijena imovine uključuje tržišne cijene akcija, kao i stambene i komercijalne cijene nekretnina, ponedrisane relativnom veličinom sektora.

politika koja bi se usmjerila u pravcu obuzdavanja kreditnog ciklusa, s ciljem ublažavanja posljedica eventualne krize. Kako bi to povećalo inflaciju, njegova sugestija nije u promjeni pravca politike, jer bi ona svakako u tom cilju bila usmjerena, već samo isticanje važnosti čvršće politike u tim okolnostima. Ono što bi također u tom slučaju valjalo očekivati, a što predstavlja i dodatni argument za primjenu pomenute politike, jeste činjenica da bi tada nakon jasno iskazane zabrinutosti nosilaca monetarne politike i pokazivanja riješenosti da se djeluje u pravcu eliminisanja tog problema, valjalo za očekivati i promjenu ponašanja javnosti, što bi doprinijelo pokretanju stabilizacionih tendencija.

Uzimajući u obzir opravdane sugestije koje se javljaju u posljednje vrijeme, a koje su vezane za obavezu sprječavanja nastanka imovinskog balona od strane centralne banke, postavlja se pitanje koja bi politika za tu namjenu bila najefikasnija. Jedan od mogućih odgovora na to pitanje bi mogli naći u korišćenju tzv. mikroprudencione supervizije usmjerene ka ograničavanju kreditnih balona, koje uključuju: kapitalne i likvidnosne zahtjeve, brze korektivne intervencije, pažljivi monitoring procedura vezanih za upravljanje rizikom, i slično. Međutim, ova vrsta supervizije se fokusira na individualne institucije i ne može uticati na eliminisanje makroekonomskog rizika koji ima potencijal da ugrozi finansijski sistem u cjelini. Paralelno s tim bi valjalo uspostaviti makroprudencionu regulaciju i superviziju,<sup>54</sup> kao alternativni regulatorni pristup, koji bi bio fokusiran na dešavanja na ukupnom kreditnom tržištu. Ovo bi se odnosilo na analizu uloge bankarskog kapitala u promociji finansijske stabilnosti, niži plafon za ratio zajam/vrijednost (eng. Loan-to-Value Ratio), više provizije za repo plasmane u vremenu kreditne ekspanzije, i slično.

S druge strane se i monetarna politika može koristiti u funkciji eliminisanja pomenutog balona, s obzirom na činjenicu da može putem „kanala preuzimanja rizika“ imati značajnu ulogu u kreiranju imovinskog balona, a što je potvrđeno na osnovu brojnih teorijskih i empirijskih istraživanja. Politikom niskih kamatnih stopa može se uticati na rizik percepcije, odnosno na stepen rizika u portfeljima kao i u cijenama imovine. Naime, postoje tri moguća efekta putem kojih kanal preuzimanja rizika može biti operativan:

1. Efekti koji djeluju kroz uticaj kamatnih stopa na procjene vrijednosti, prihode i tokove gotovine;
2. Efekti koji djeluju putem odnosa između tržišne cijene i ciljane stope prinosa;
3. Efekti koji djeluju kroz aspekte karakteristika komunikacione politike i funkcije reakcije centralne banke (Borio i Zhu, 2008, str. 8-11).

Dalje se u literaturi ističe još nekoliko razloga zbog kojih niske kamatne stope mogu uticati na povećanje preuzimanja rizika. Tako pojedini autori dokazuju da niske kamatne stope mogu podstaknuti menadžere za upravljanje imovinom u finansijskim institucijama ka traženju viših prinosa, a samim tim i ka preuzimanju većeg rizika.<sup>55</sup> Uz to se naglašava da niske kamatne stope povećavaju neto kamatne marže i

---

<sup>54</sup> Skup politika usmjeren ka sprječavanju pretjeranog kreditnog rasta i nagomilavanju pretjeranog kreditnog rizika u finansijskom sistemu.

<sup>55</sup> Pogledati na primjer: Rhaguram, 2005; str. 313-369; Rhaguram, 2006; str. 499-533.

vrijednost finansijskih institucija, podižući time i kapacitet za povećanje leveridža i preuzimanje rizika.<sup>56</sup>

Uzimajući u obzir činjenicu da su skorija istraživanja dokazala postojanje kanala preuzimanja rizika monetarne politike, postavlja se pitanje da li usljed te činjenice treba koristiti monetarnu politiku za sprječavanje nastanka kreditnog balona ili bi se monetarna politika trebala koristiti za čišćenje posljedica njegovog pucanja. I pored činjenice da prethodno pomenuta makroprudenciona supervizija jeste instrument koji se koristi za stabilizaciju finansijskog sektora, Mishkin (2011, str. 44-46) sugerise korišćenje i monetarne politike kao instrumenta za sprječavanje nastanka kreditnih balona (ali ne i ukupnih imovinskih balona), iz razloga što makroprudencione politike često ne odgovore samom zadatku iz više razloga. Jedan od najvažnijih je snažniji politički pritisak koji se na makroprudencionu politiku vrši zbog činjenice da utiče na finansijske institucije na direktan način, za razliku od monetarne politike, usljed čega je i politički pritisak na nju manji. Odnosno, kako primjećuje Noyer (2011, str. 7), ključna lekcija koja se može izvući iz krize jeste da u cilju smanjenja neefikasnosti i sprječavanja nastanka imovinskog balona, monetarna politika mora biti praćena drugim politikama makroprudencione prirode.

Korišćenje strategije monetarne politike usmjerene na sprječavanje nastanka kreditnog balona nije nimalo jednostavan zadatak. Ovo iz razloga što postoji nekoliko opasnosti koje mogu uticati na njenu uspješnost. Najvažnija se odnosi na opasnost da bi to moglo, s jedne strane, da oslabi ekonomsku aktivnost više nego što bi monetarne vlasti željele, što bi moglo upućivati na postojanje trade-offa koji može nastati između želje da se ostvari finansijska stabilnost i nastojanja za ostvarivanjem cjenovne stabilnosti i stabilnosti autputa.

Ipak, na osnovu interakcije finansijskog sektora i ekonomije uopšte, može se zaključiti da su monetarna politika i politika finansijske stabilnosti među sobom povezane, s obzirom da monetarna politika, kako je prethodno pomenuto, može uticati na finansijsku stabilnost, dok ostvarivanje finansijske stabilnosti takođe utiče na samu monetarnu politiku. Odnosno, kako zaključuje Orphanides (2010, str. 23), u najvećem dijelu vremena dva cilja koja se odnose na cjenovnu i finansijsku stabilnost imaju tendenciju da pojačavaju jedna drugu, i pored činjenice da ponekad postoje situacije kada politika kamatnih stopa koju sprovodi centralna banka nije dovoljna da redukuje rizik u cilju obezbjeđivanja finansijske stabilnosti, kada mora biti dopunjena makroprudencionim mjerama.

## **4.2. Uticaj globalne ekonomske krize na ulogu fiskalne politike**

Ekonomska kriza je odmah nakon što je postalo jasno da je monetarna politika dostigla svoj limit, povratila centralnu ulogu fiskalnoj politici. Time su fiskalna politika i njeni stimulansi dobili na značaju. Kriza je s druge strane srušila neka od osnovnih načela ne samo monetarne, već i fiskalne politike, i otvorila prostor za

---

<sup>56</sup> Pogledati na primjer: Shin, Adrian i Song, 2009; str. 4-8.

debatu vezanu za buduće principe na kojima će biti zasnovana od strane njenih nosilaca.

S tim u vezi se pregledom literature zaključuje da različiti autori apostrofiraju značaj različitih elemenata fiskalne politike. Moguće je s tim u vezi izdvojiti dvije grupe zaključaka. Romer (2011, str. 2-8) je formulisao četiri pouke iz krize:

1. Potreba korišćenja fiskalnog instrumentarijuma za kratkoročnu stabilizaciju;
2. Postojanje veće efektivnosti fiskalne politike nego što se smatralo prije krize;
3. Značaj fiskalnog prostora;
4. Važnost razmatranja političke ekonomije.

Druga grupa zaključaka je vezana za zaključke do kojih su došli Blanchard (2009) i Blanchard, Dell'Ariceia i Mauro (2010), ističući neophodnost izvlačenja pouka:

1. Važnost fiskalnog prostora;
2. Značaj strukture oporezivanja;
3. Nužnost kreiranja boljih automatskih stabilizatora.

Ipak, sublimirajući sugestije u literaturi, moguće ih je svesti na nekoliko ključnih principa odnosno pouka koje je iz krize moguće izvući, i kojima treba posvetiti pažnju. Posebno zbog toga što predstavljaju promjenu u odnosu na postulate na kojima je počivala fiskalna politika u predkriznom periodu karakterističnom po široko prihvaćenom konsenzusu.

Za razliku od preovlađujućeg stava važećeg u okviru konsenzusa koji je bio prisutan u makroekonomskoj teoriji prije krize, koji uglavnom nije sugerisao korišćenje fiskalne politike za stabilizacione svrhe, zahuktavanje svjetske ekonomske krize kao da je na neki način uticalo na svojevrsnu renesansu kejnzijanskog pristupa fiskalnoj politici. Postalo je evidentno da su monetarne vlasti nemoćne u ostvarivanju stabilizacionog cilja i borbi protiv nedovoljne agregatne tražnje, jer se ispostavilo da je problem nulte donje granice mnogo veći nego što se smatralo. Osim korišćenja kamatnih stopa, skoro da je izostala upotreba drugih alternativa koje monetarnoj politici stoje na raspolaganju. Instrumentarijum fiskalne politike nametnuo se kao nezaobilazna alternativa. To je uslovalo široku primjenu diskrecionih fiskalnih stimulansa, čime su postali nezaobilazan instrument za kratkoročnu stabilizaciju privrede u suočavanju s nedovoljnom tražnjom.

Feldstein (2009, str. 3-10) isticanjem preporoda fiskalne politike u postkriznom periodu i obrazlaganjem neophodnosti njenog korišćenja u stabilizacione svrhe, analizira različite mehanizme kojima je pomenuti cilj moguće postići, a koji su manje više bili predmet korišćenja u SAD-u počev od 2007. godine. S tim u vezi dokazuje da se korišćenjem različitih instrumenata fiskalne politike može uticati na stabilizacione ciljeve. Jedan od načina koji se svodi na poresku politiku je upotreba jednokratnih poreskih olakšica, kao i drugih mjera koje rezultiraju obaranjem poreza, a koje inače povećavaju agregatnu tražnju. Takođe i korišćenje investicionog poreskog kredita u cilju podsticanja investicija u biznis, kao i promjena poreza na dividende i kapitalne dobitke. Drugi način je povećanje javne potrošnje, i to posebno produktivne potrošnje koja je usmjerena ka zdravstvu, obrazovanju, energetici, infrastrukturi i pomoći siromašnim slojevima stanovništva.



Ono što međutim pojedini autori zamjeraju dosadašnjoj fiskalnoj politici jeste njena orijentacija ka targetiranju privrednog rasta, nadajući se da će se tako generisati željeni uticaj na zaposlenost. Umjesto toga, Tcherneva (2011, str. 10-22) u stabilizacione svrhe sugerise korišćenje obrnutog pristupa, tj. direktno targetiranje tražnje za radnom snagom, ali ne samo u kriznom periodu već u svim fazama poslovnog ciklusa, i to ponovnom afirmacijom javnih radova, različitih programa za zapošljavanje, poreskih stimulacija i slično. Ovo argumentuje činjenicom da dosadašnje korišćenje značajnih fiskalnih stimulansa, koji su imali za cilj stabilizaciju privreda zahvaćenih krizom, nije dalo željeni rezultat s obzirom na stagniranje privrednog rasta, prisustvo visoke stope nezaposlenosti i nejednakosti u prihodima, te sve veće osiromašenje i pritisak na srednju klasu. Ovo sve skupa zahtijeva preispitivanje modela makroekonomske stabilizacije, odnosno promjenu pristupa i koncentrisanje na suštinu problema oličenog u nezaposlenosti.

Preduslov korišćenja fiskalnih stimulansa i uspješnost prethodno pomenute stabilizacione fiskalne politike u mnogome zavisi od tzv. fiskalnog prostora (eng. Fiscal Space), koji jedni definišu kao razliku između trenutnog nivoa javnog duga i gornjeg limita za zaduživanje, dok ga Odbor za fiskalnu politiku i razvoj MMF-a definiše kao razliku između trenutnog i maksimalnog nivoa potrošnje koji država sebi može priuštiti bez ugrožavanja svoje solventnosti. Odatle i proizilazi zaključak da je važnost njegovog obezbjeđivanja jedna od značajnijih pouka koje možemo izvući iz krize. Dokaz za pomenutu tvrdnju nalazimo u činjenici da su finansijsko spasavanje, fiskalni stimulansi i niži prihodi tokom ekonomske krize, rezultirali najvećim dostignutim nivoom odnosa između javnog duga i BDP kao i primarnog deficita među razvijenim ekonomijama tokom posljednjih četrdesetak godina.

Dovoljan fiskalni prostor je značajan za agresivan odgovor na kolaps agregatne tražnje koji nastupa u kriznim periodima. Njegov važnost takođe proizilazi iz činjenice da visoki fiskalni stimulansi značajno smanjuju trošak i negativne posljedice ekonomske krize, dok nedostatak fiskalnog prostora u velikoj mjeri ograničava mogućnost korišćenja podsticaja, čime se zapravo onemogućava korišćenja fiskalne politike za ostvarenje stabilizacionih i kontracikličnih ciljeva.

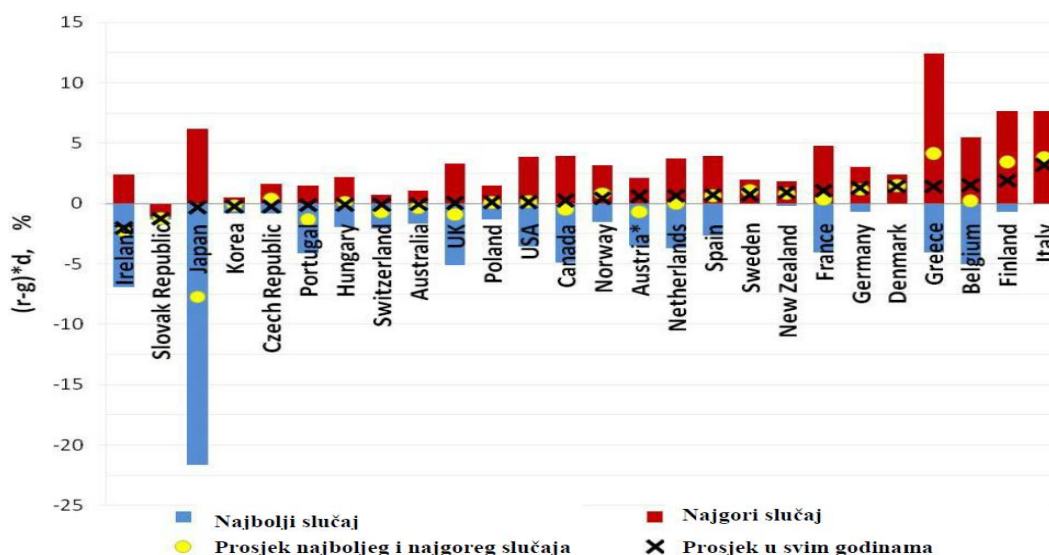
Imajući prethodno u vidu, nosioci fiskalne politike moraju biti svjesni važnosti stvaranja fiskalnog prostora u fazi ekspanzije, kako bi u fazi recesije ostalo više mogućnosti za suočavanja s njenim efektima. U tom smislu, niži javni dug u predkriznom periodu u odnosu na tadašnju poresku osnovicu pruža veći fiskalni kapacitet za finansiranje stimulansa, dok slične efekte ima niži prosječni fiskalni deficit stavljen u odnos s prosječnim poreskim prihodima.

Tako dolazimo do ključnog pitanja za kreatore fiskalne politike na kritičnom nivou, koje se odnosi na neophodnost posjedovanja informacija vezanih za opasne tačke vezane za održivost javnog duga, kako bi se blagovremeno preduzele aktivnosti koje bi udaljile privredu od dostizanja mogućeg limita za zaduživanje. I drugi ne manje važan izazov je vezan za situaciju u kojoj se privreda, kao rezultat uticaja različitih vrsta šokova, nađe na putu eksplozivnog zaduživanja, zbog čega mora tražiti moguće

opcije za vraćanje fiskalne održivosti. I jedan i drugi izazov će biti manji, što je pravovremena posvećenost problematici fiskalnog prostora veća.<sup>57</sup>

Savremena empirijska istraživanja potvrđuju da one zemlje koje su vodile promišljeniju fiskalnu politiku prije krize i koje su adekvatno upravljali fiskalnim prostorom, imaju značajnu mogućnost za kontraciklično djelovanje tokom krize. Dok one koje su fiskalni prostor zloupotrijebile prije krize, moraće da pretrpe sankciju koja se sastoji u neophodnosti sužavanja svog budućeg fiskalnog prostora i obaranju privrednog rasta, što ih može odvesti u novu krizu. Sljedeći grafik (17) potvrđuje prethodne tvrdnje i ukazuje da dešavanja koja su u drugoj polovini 2011. godine evidentna u pojedinim evropskim visoko zaduženim državama nijesu slučajnost, kao i da ih je realno bilo očekivati budući na njihov odnos prema fiskalnom prostoru u vremenu koje je prethodilo nastanku svjetske ekonomske krize.

Grafik 17: Opšta bruto zaduženost u izabranim zemljama OECD



Napomena: R (kamatna stopa), g (stopa rasta autputa), d – racio duga.

Izvor: Aizenman i Jinjark, 2011; str. 30.

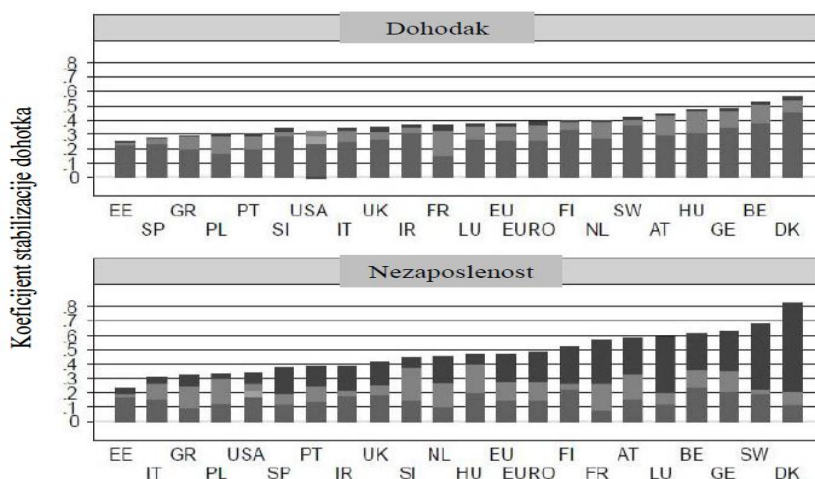
Posljednja dešavanja izazvana poremećajima nastalim pod uticajem svjetske ekonomske krize uticala su na nužnost kreiranja boljih automatskih stabilizatora, kao onih mjera fiskalne politike koji bez neposrednog uticaja države automatski reaguju na promjene u ekonomskoj politici, čime relativizuju negativna dejstva izazvana promjenom ponude ili tražnje. Važnost automatskih stabilizatora je postala još očiglednija u susret suočavanju s posljedicama krize. Postaje jasno da se diskrecione mjere fiskalne politike, usmjerene u pravcu stabilizacije privrede, suočavaju s vremenskim kašnjenjima koje značajno umanjuje njihovu efikasnost i pravovremenost, i utiče na povećanje budžetskog deficita, što naravno ne znači da bi ih trebalo u potpunosti eliminisati drugim mjerama anticiklične politike. To je zapravo

<sup>57</sup> Detaljnije pogledati: Ostry, Ghosh, Kim i Qureshi, 2010; str. 16.

samo jedan od razloga koji utiče na neophodnost unaprjeđenja i poboljšanja pomenutih stabilizatora zato što oni ne proizvode negativne posljedice na javne finansije kao diskrecione mjere fiskalne politike, nije potrebno donošenje političke odluke jer djeluju po automatizmu, a i ne postoje spoljašnja ili unutrašnja vremenska kašnjenja.

Savremena istraživanja problematike automatskih stabilizatora izazvana ekonomskom krizom još jednom su potvrdila njihov značaj u ublažavanju negativnih posljedica ekonomske kontrakcije, odnosno pratećih efekata manifestovanih kod tržišta rada, raspoloživog dohotka i lične potrošnje. Koristeći mikrosimulacioni model za 19 država članica EU, koji istražuje efekat različitih vrsta šokova na raspoloživi dohodak domaćinstva, Dolls, Fuest i Peichl (2010) dolaze do zaključka da su zemlje s jačim automatskim stabilizatorima bile relativno otpornije tokom krize, dok su se one sa slabijim stabilizatorima suočile sa snažnijim ekonomskim kontrakcijama i povećanjem nezaposlenosti, što se može vidjeti iz grafika (18).

Grafik 18: Dekompozicija koeficijenta stabilizacije dohotka



Izvor: Dolls, Fuest i Peichl, 2009; str. 12.

Potreba za snaženjem automatskih stabilizatora ne postoji samo u razvijenim zemljama, već i u onim s nižim dohotkom, odnosno u zemljama u razvoju. Ovo iz razloga što empirijske studije<sup>58</sup> potvrđuju učestalost procikličnih fiskalnih politika, zbog čega bi jačanje fiskalnih stabilizatora osnažilo kontraciklične mjere.

Prisutne su dvije vrste stabilizatora, od kojih su prvi vezani za kombinaciju javne potrošnje i elastičnosti javnih prihoda u zavisnosti od veličine autputa, za različite programe socijalnog osiguranja, kao i prirodu poreza na dohodak. Njihov efekat se može povećati ili povećanjem javne potrošnje, ili progresivnijim oporezivanjem, ili, pak, snažnijim programima socijalnog osiguranja. Međutim, problem koji se javlja jeste činjenica da implementacija ovih stabilizatora izaziva povećanje javne potrošnje,

<sup>58</sup> Za potvrdu emirijskih nalaza pogledati: Ilzetki i Végh, 2008.

što može izazvati smanjivanje efikasnosti privrede. Dalje povećanje progresije kod poreza na dohodak ima ograničen uticaj na stabilizatore, pri čemu može ugroziti ekonomsku efikasnost. Stoga je poseban izazov pojačati automatske stabilizatore bez povećanja javne potrošnje.

Zato je veoma interesantna druga vrsta stabilizatora, koji s jedne strane ne podrazumijevaju povećanje javnih rashoda kao prethodno pomenuti, a mogu se implementirati kroz promjenu poreske ili politike javnih rashoda, kao i dizajniranjem fiskalnih pravila. S tim u vezi, zaključci novijih istraživanja preporučuju nekoliko mjera koje treba uzeti u obzir, a koje mogu rezultirati ostvarenjem stabilizacionih makroekonomskih ciljeva, bez pratećih negativnih efekata. Baunsgaard i Symansky (2009, str. 8) predlažu implementaciju sljedećih mjera:

- Prelazak s poreskih odbitaka ka uniformnim refundirajućim poreskim kreditima za aktivnosti društvenog karaktera (eng. Socially Valued Activities);
- Procjenjivanje poreza na dobit na osnovu tekućeg dohotka umjesto onog ostvarenog u prošloj godini;
- Razvijanje alternativnih programa socijalne zaštite u državama koje nemaju sveobuhvatno osiguranje za slučaj nezaposlenosti;
- Dizajniranje fiskalnih pravila u cilju izbjegavanja potreba za diskrecionim akcijama, koji bi kompenzirali automatske stabilizatore (npr. targetiranje ciklično prilagođene fiskalne ravnoteže).

Takođe, Blanchard, Dell'Ariccia i Mauro (2010), kao i Baunsgaard i Symansky (2009), kao reakciju na krizu preporučuju ozbiljno razmatranje pristupa usmjerenog u pravcu primjene privremenih politika koje se odnose na prihodnu (poreska politika) i na rashodnu stranu (transforni javni rashodi), kao odgovor na makroekonomska kretanja. Pomenuti pristup podrazumijeva primjenu privremene poreske politike, poput poreskih olakšica za domaćinstva s niskim primanjima, ili politika čiji bi korisnici bile firme.<sup>59</sup> Kada je o rashodnoj strani riječ, preporučuje se: eventualna primjena privremenih transfera čiji bi korisnici bili domaćinstva s niskim prihodima i ograničenom likvidnošću, obezbjeđenje cjelovitijeg osiguranja za slučaj nezaposlenosti ukoliko stopa nezaposlenosti poraste iznad određenog nivoa, automatizacija sistema transfera od strane centralne vlasti ka federalnim jedinicama u slučaju ozbiljne recesije, pri čemu bi njihova veličina zavisila od dubine recesije po regionima kako bi se izbjeglo nagrađivanje za fiskalnu neodgovornost iz prethodnih godina, i slično.

---

<sup>59</sup> Na primjer investicioni poreski kredit, privremeni poreski kredit za kreiranja nova radna mjesta kada stopa nezaposlenosti pređe određeni nivo, privremeno obezbjeđenje vremenski ograničenih popusta u smislu poreza na dohodak ili obaranje stope poreza promet odnosno poreza na dodatu vrijednost u periodu ozbiljne recesije, popustljiviji odnos prema prenosu gubitaka i otvaranje mogućnosti za njihovo eventualno prebijanje sa profitima ostvarenim u zadnjih 2-3 godine, i slično.

## **II TEORIJSKI PRISTUP KOORDINACIJI MONETARNE I FISKALNE POLITIKE**

# 1. Generalni pristup koordinaciji monetarne i fiskalne politike<sup>60</sup>

## 1.1. Pregled teorijskih istraživanja koordinacije monetarne i fiskalne politike

Osnovni ciljevi makroekonomske politike, pod kojima podrazumijevamo obezbjeđenje ostvarivanja neinflatornog stabilnog privrednog rasta u jednoj ekonomiji, postižu se korišćenjem instrumenata ekonomske politike, od kojih su najznačajniji oni koji su u domenu monetarne i fiskalne politike. Implikacije korišćenja instrumentarijuma ekonomske politike preduzetih od strane dva ključna nosioca pomenutih politika često su konfliktnog karaktera. Zbog toga se kao neophodnost nameće potreba za postojanjem adekvatnog mehanizma koordinacije, u cilju ostvarivanja željenih krajnjih ciljeva ekonomske politike.

Ovo posebno dobija na značaju ukoliko imamo u vidu činjenicu da je u posljednjim decenijama nezavisnost centralne banke bila analizirana budući da se nametnula kao neophodnost usljed nedostatka povjerenja u antiinflacione vladine politike, te se u nezavisnoj centralnoj banci prepoznaje institucija koja će prije svega voditi računa o monetarnoj stabilnosti. To s druge strane implicira da se vođenje ekonomske politike analizira kao interakcija između nezavisnih nosilaca monetarne i fiskalne politike, koji nerijetko imaju suprotstavljene, odnosno konfliktne ciljeve. Stoga primjena teorije igara u analizi interakcije monetarne i fiskalne politike postaje uobičajena u literaturi, u okviru koje nosioci monetarne i fiskalne politike u vidu centralne banke i vlade imaju ključnu ulogu.

Ravnoteža u modelima teorije igara se postiže različitim institucionalnim aranžmanima. Ključne pretpostavke koje su najčešće analizirane, i na kojima se modeli zasnivaju su – vrijeme u kojem se sve odvija, informacije koje stoje na raspolaganju nosiocima prilikom donošenja odluka, kao i mogućnosti saradnje između donosilaca odluka odnosno nosilaca dvije politike.

U tom kontekstu postoje brojna teorijska istraživanja koja potvrđuju nužnost postojanja zajedničkih napora monetarnih i fiskalnih vlasti u cilju koordiniranog upravljanja instrumentima koji im stoje na raspolaganju. Moguće ih je na različite načine grupisati, uzimajući u obzir pojedine segmente iz istraživanja koje autori žele da naglase. Tražeći odgovor na postavljenu hipotezu zašto postoji potreba za koordinacijom monetarne i fiskalne politike ako je monetarna politika posvećena ostvarivanju cjenovne stabilnosti, Lambertini i Rovelli (2007, str. 7) sva dotadašnja teorijska istraživanja dijele u pet grupa.

S tim u vezi, istraživanja koja se bave monetarnim implikacijama fiskalne nediscipline nastaju na osnovu istraživanja Sargenta i Wallaca (1981), koji naglašavaju da u mjeri u kojoj je fiskalni deficit unaprijed određen i neodrživ, monetarna politika i nivo cijena nemaju više egzogen karakter. Na ovaj način su

---

<sup>60</sup> Dio disertacije pod nazivom Generalni pristup koordinaciji monetarne i fiskalne politike najvećim dijelom preuzet iz rada: Šehović, 2013.

autori uticali na stavljanje naglaska na fiskalnu disciplinu kao preduslovu monetarne stabilnosti, što je nakon toga bilo lako dokazivo i u empirijskom smislu. Do sličnih zaključaka dolazi i Woodford (1995) u kontekstu analize fiskalne teorije nivoa cijena, iako u ovim istraživanjima ciljevi fiskalne politike nijesu neposredno analizirani i posebno ne uključuju makro stabilizaciju.

Sljedeća grupa teorijskih istraživanja problematike interakcije odnosno koordinacije monetarne i fiskalne politike pokazuje da monetarne obaveze i njena nastojanja imaju negativan efekat na fiskalnu politiku. Ispitujući slučaj u kojem centralne banke koje su više antiinflaciono nastrojene, Beetsma i Bovenberg (1999, 2000) dokazuju da to ima neprirodan efekat na podstrek fiskalnim vlastima da redukuju nivo duga.

U treću grupu istraživanja po Lambertiniju i Rovelliju spadaju ona istraživanja koja ne dijele pretpostavku da se donosioci odluka mogu efektivno obavezati na vođenje monetarne i fiskalne politike zasnovane na pravilima, nasuprot diskrecionoj politici. Vezano za tu pretpostavku, valja navesti primjer istraživanja sprovedenog od strane Beetsa i Uhliga (1999). Autori pokazuju da distorzivna fiskalna politika izaziva blokadu između prirodnog i aktuelnog outputa, čime stavlja na iskušenje monetarne vlasti da posežu za inflatornom vremenski nedosljednom politikom, koje inače žele da stabilizuju output oko prirodnog nivoa.

Do sličnih zaključaka dolaze i drugi autori koji razvijajući svoje modele u kojima testiraju vezu između pomenuta dva instrumenta ekonomske politike, pokazuju da nosioci fiskalne politike koji imaju diskreciona ovlašćenja djeluju nekooperativno prema nosiocima monetarne politike koji vode svoju politiku zasnovanu na pravilima, čime zapravo ograničavaju pozitivne strane korišćenja monetarnog obavezivanja odnosno vođenja monetarne politike na osnovu pravila. Uzimajući u obzir te postavke, model na kraju ukazuje da u tim okolnostima monetarna politika ima prenaplašen restriktivan, dok fiskalna politika nema dovoljno istaknut ekspanzivan karakter.<sup>61</sup>

Zajednički sadržalac četvrte grupe istraživanja predstavlja postojanje decentralizovanih fiskalnih vlasti, dok se glavne razlike među njima svode na pretpostavke o funkcijama cilja između monetarnih i fiskalnih vlasti. Polazeći od pretpostavke da su monetarne vlasti motivisane da sprječavaju odstupanje outputa od prirodnog nivoa kao i inflacije od svog targeta, kao i to da su fiskalne vlasti prije svega koncentrisane na output, Urlich (2002) zaključuje da u tom slučaju može doći do pritiska na agregatnu tražnju u cilju stabilizacije outputa od strane fiskalnih vlasti, što s druge strane može imati inflatorne implikacije. Zato će centralna banka morati da utiče na podizanje kamatnih stopa, što u konačnom znači da bi koordinacija između monetarne i fiskalne politike bila korisna ponajviše u smislu održavanja kamatnih stopa na nižem nivou.

Vezano za korisnost sinhronizovane i koordinisane fiskalne s monetarnom politikom, Anderson (2002) dokazuje da troškovi nekoordinisane fiskalne politike imaju tendenciju da budu izraženi u slučaju većih tzv. agregatnih šokova, dok su troškovi značajno manji ukoliko je riječ o drugim manjim šokovima. Takođe,

---

<sup>61</sup> Za detaljnije rezultate istraživanja pogledati: Dixit i Lambertini, 2003; str. 1522-1542.

Beetsma i Bovenberg (2001) su svoja istraživanja ove problematike posvetili analizi slučajeva kada monetarne i fiskalne vlasti nijesu u stanju da se vežu s ciljanim varijablama i kada su nominalne zarade unaprijed određene, pri čemu analiziraju pod kojim uslovima ova situacija dovodi do akumulacije javnog duga koja ima neodgovoran karakter.

I konačno, peta grupa istraživanja koordinacije između monetarne i fiskalne politike polazi od pretpostavke da glavni izvor interakcije potiče od činjenice da ovi instrumenti ekonomske politike na sličan način djeluju na agregatnu tražnju i inflaciju. Pri tom, Buti, Roeger i Veld (2001) analizirajući interakciju dvije politike, zaključuju da pomenuti odnos ne bi trebalo interpretirati isključivo kroz prizmu konfliktnosti ili kooperativnosti između monetarne i fiskalne politike. Prije bi taj odnos trebalo posmatrati kao zavisnu funkciju od vrste šoka s kojim se ekonomija suočava, pri čemu je koordinacija naročito poželjna u slučaju da se privreda suoči s šokovima na strani ponude, dok suprotno važi za šokove koji nastaju na strani tražnje.

Dakle, primjećuje se da postoji širok opseg literature koji se bavi ovom problematikom. Imajući u vidu tu činjenicu, odnosno veliki broj istraživanja vezanih za interakciju odnosno koordinaciju monetarne i fiskalne politike, njihovu sistematizaciju je moguće napraviti putem prepoznavanja četiri tendencije koje se s tim u vezi mogu izdvojiti.<sup>62</sup>

Prva je vezana za fiskalnu teoriju nivoa cijena – Leeper (1991), Sims (1994, 1997, 2001), Woodford (1994, 1995, 1998, 2000), koja izučava tzv. nerikardijansku fiskalnu politiku za koju se dokazuje da može promijeniti uslove stabilnosti monetarne politike. Odnosno, zaključuje se da se u stanju ravnoteže nivo cijena mora prilagoditi da bi se osigurala solventnost vlade.

Druga tendencija se odnosi na čitav niz istraživanja posvećenih interakciji monetarne i fiskalne politike na strateškom nivou. Ponuđena su konkretna rješenja za dinamiku fiskalnog deficita, javnog duga i inflacije, u analiziranim okvirima teorije igara - Van Aarle (1995), Buti et al. (2000), Wyplosz (1999), Aarle et al. (2002).

Za razliku od ostalih, treća tendencija ima empirijski karakter. Mogu se izdvojiti radovi koji su posvećeni interakciji dvije politike u pojedinim zemljama – Melitz (1997, 2000), Van Aarle et al. (2001), Muscatelli et al (2002), Smaghi i Casini (2000), i drugi.

Konačno, četvrta tendencija koju je moguće izdvojiti iz mnoštva radova posvećenih međuzavisnosti monetarne i fiskalne politike odnosi se na analizu modela vezanih za dvije ili više otvorenih ekonomija – Leith i Wren-Lewis (2001), Melitz (2000), Van Aarle et al. (2002), Chamberlin et al. (2002), i drugi. Posebna pažnja je posvećena analizi interakcija između zemalja EMU.

S druge strane, poseban naglasak nova istraživanja stavljaju na problem koordinacije između monetarne i fiskalne politike u zemljama u monetarnoj uniji. U okviru njih trebalo bi obratiti pažnju na istraživanja Coopera i Kempfa (2000), Beetsme, Debrua i

---

<sup>62</sup> Vidjeti na primjer: Semmler i Zhang, 2004; str. 206-209.



Klaassena (2001), Butia, Roegera i Velda (2001), Beetsme i Jensenea (2004), Van Aarle, Di Bartolomeoa, Engwerda i Plasmansa (2004), Engwerda, Aarla i Plasmansa (2002), Dixita i Lambertinija (2003), Plasmans, Engwerda, Van Aarlea, Di Bartolomea i Michalaka (2005), i drugih.

Osim pomenutih kriterijuma za grupisanje srodnih istraživanja, valja istaći i princip koji je korišćen u literaturi, a koji se zasniva na činjenici da se u modele razvijene posljednjih godina, a koji analiziraju ulogu monetarne politike u današnjem okruženju (koje nerijetko ima stohastički karakter), inkorporira i uloga fiskalne politike i analizira njihova međuzavisnost. S tim u vezi je razvijeno mnoštvo teorijske građe koja u razmatranje uzima ili modele zasnovane na zatvorenoj ekonomiji, kojima je poseban doprinos dao Woodford (2003), ili one koji tretiraju otvorenu ekonomiju, među kojima svakako treba naglasiti istraživanja sprovedena od strane Obstfeld i Rogoffa (2000, 2002), Corsetti i Pesentia (2001), Devereaux i Engela (2000) i druge. Pomenuta istraživanja su značajna zbog činjenice da su razvila metodologiju koja se koristila u novijoj literaturi koja analizira slučaj otvorene ekonomije, a koja uključuje funkciju blagostanja zasnovanu na agregatnoj (opštoj) korisnosti. Ona takođe pokazuje eksplicitnu zavisnost blagostanja od različitih instrumenata ekonomske politike, na osnovu čega je moguće raditi kalkulaciju iz koje proizilazi ekvilibrijum (ravnoteža) za široki spektar tzv. kooperativnih i nekooperativnih režima.<sup>63</sup>

Znatan broj autora, poput Leitha i Lewisa (2000), Schmitt-Groha i Uribea (2001), Benigno i Woodforda (2003) i drugih, interakciju monetarne i fiskalne politike ispitivao je koristeći se novim kejnzijanskim dinamičkim modelima opšte ravnoteže (eng. DSGE),<sup>64</sup> među kojima se izdvajaju tri vrste – Solowov model, Ramsey model i tzv. model preklapanja generacija (eng. Overlapping Generations Model).<sup>65</sup> Takođe, osim konvencionalnih novih kejnzijanskih dinamičkih stohastičkih DSGE modela, u literaturi su razvijeni i tzv. strukturni novi kejnzijanski DSGE modeli, koji uzimaju u obzir bogatiji spektar fiskalnih kanala, čijim korišćenjem pojedini autori dolaze do zaključka da se automatski stabilizatori, koji se koriste u poreskom sistemu, efikasnije kombinuju s monetarnom politikom zasnovanom na pravilima, u odnosu na politiku javne potrošnje koja je takođe zasnovana na pravilima (Muscatelli, Ropele i Tirelli, 2004, str. 26).

## **1.2. Potreba za koordinacijom monetarne i fiskalne politike**

Uzimajući u obzir činjenicu da je privreda složen dinamički sistem na koji utiče mnoštvo faktora čiji se broj stalno povećava što je čini nestabilnom, koordinacija svih makroekonomskih politika, a posebno monetarne i fiskalne politike predstavlja nužnost savremenih zbivanja. Ovo posebno u kontekstu činjenice da je napuštena kejnzijansko – monetaristička kontroverza zasnovana na afirmaciji jednog, na uštrb drugog instrumenta ekonomske politike, pa se samim tim nameće potreba za

---

<sup>63</sup> Detaljnije o pomenutoj metodologiji i modelima razvijenim na bazi nje vidjeti: Lombardo i Sutherland, 2003.

<sup>64</sup> Vidjeti: Muscatelli, Ropele i Tirelli, 2004; str. 2.

<sup>65</sup> Detaljnije o dinamičkim modelima opšte ravnoteže pogledati: Heer i Maußner, 2009.

permanentnim preispitivanjem i analizom mehanizma kombinovane primjene instrumenata i mjera monetarne i fiskalne politike. Bez adekvatne interakcije teško da možemo govoriti o svrsishodnoj i efikasnoj ekonomskoj politici.

Problem postaje izraženiji u svijetlu činjenice da su monetarna i fiskalna politika, iako se vode od strane odvojenih i relativno nezavisnih institucija, među sobom toliko povezane, da je često veoma teško napraviti razgraničenje, i s potpunom preciznošću odgovoriti na pitanje do kojeg nivoa traje dejstvo jedne, i gdje počinje dejstvo druge politike. Međutim, ono što bez sumnje treba istaći jeste da je na osnovu međusobne povezanosti, međuzavisnost evidentna i višeznačna.

Uticajem na kamatne stope i njihovu ročnu strukturu, inflaciju i inflaciona očekivanja monetarna politika ima značajne fiskalne konsekvence. Naime, visina kamatnih stopa, osim brojnih implikacija koje ostvaruje u jednoj ekonomiji, direktan uticaj na fiskalnu politiku odražava kroz troškove servisiranja javnog duga utičući time na kalkulacije o njegovoj održivosti u toj zemlji. I promjenljivost kamatnih stopa može biti jedan od faktora koji može uticati na fluktuacije potrebnog nivoa suficita koji bi bio dovoljan za stabilizaciju odnosa između duga i oututa. U konačnom, visoka stopa inflacije je takođe jedan od faktora koji izaziva brojne implikacije na javne finansije jedne ekonomije, i to počev od povećanja stvarnog poreskog tereta, podsticanja tzv. Olivera–Tanzi efekta. Efekat se ogleda u pogoršanju naplate poreza i izraženoj tendenciji ka odlaganju plaćanja poreza, pa sve do pravljenja pritiska na rashodnu stranu budžeta zbog porasta transfernih javnih rashoda, kao i uopšte onemogućavanja pravljenja bilo kakvih preciznijih fiskalnih projekcija za naredni period.

S druge strane, fiskalna politika utiče na monetarnu politiku kroz niz direktnih i indirektnih kanala. Najznačajniji svakako predstavlja činjenica da ekspanzivna fiskalna politika može rezultirati visokim fiskalnim deficitima. Fiskalni deficiti mogu predstavljati iskušenje za vladu da vrši pritisak na monetarne vlasti da monetizuju deficit, podstičući na taj način ekspanzivnu monetarnu politiku, podižući inflaciona očekivanja, remeteći devizni kurs, izazivajući problem s platnim bilansom, a u konačnom i mogućnost uticaja na nastanak valutne ili finansijske krize. S tim u vezi je bitno pomenuti da u literaturi postoje relevantna istraživanja koja potvrđuju snažnu empirijsku međudržavnu korelaciju između visokog javnog duga i visoke stope inflacije.<sup>66</sup> Takođe je korisno naglasiti da fiskalna teorija nivoa cijena, koju su razvili Leeper (1991), Simms (1994, 1999), Woodford (1995, 1997, 1998) i Cochrane (2001), sugerišu da budžetska ograničenja<sup>67</sup> javnog sektora nameću nekoliko restrikcija kod monetarnih i fiskalnih varijabli. Po ovoj teoriji, sadašnja vrijednost budžetskog ograničenja determiniše ravnotežni nivo cijena tako što ukoliko očekivani diskontovani niz neto suficita ili deficita države nije identičan nenaplaćenom potraživanju, nivo cijena mora biti promijenjen na način da uspostavi pomenutu jednakost (Chadha i Nolan, 2003, str. 4).

Ukoliko se, pak, fiskalni deficit ne pokriva monetizacijom, nego se finansira na tržištu, to takođe može izazvati zabrinutost kod monetarnih vlasti zbog efekta

---

<sup>66</sup> Pogledati na primjer: Campilo i Miron, 1997.

<sup>67</sup> Računovodstvena jednakost koja opisuje opcije za raspoloživu potrošnju za agenta sa ograničenim dohotkom za alokaciju između različitih roba.

istiskivanja koji u krajnjem može ugroziti privredni rast i razvoj. Spoljašnje bi financiranje domaćeg deficita nastalog ekspanzivnom monetarnom politikom, moglo izazvati probleme s deviznim kursom i platnim bilansom, što je jedan od problema s kojim bi se monetarne vlasti mogle suočiti. Znatno direktniji kanal putem kojeg fiskalna politika može uticati na monetarnu politiku predstavlja efekat koji indirektni porezi mogu ostvariti na nivo cijena, izazivajući moguću spiralu plata i cijena, i u konačnom utičući na stopu inflacije. Ne treba zanemariti ni činjenicu da bi neodrživo visoka javna potrošnja, pretjerano izdašni transferi, kao i neefikasan poreski sistem, mogli predstavljati faktore koji bi mogli ne samo uticati na potencijalni autput, već i prouzrokovati restriktivniju monetarnu politiku, kao monetarni odgovor na pomenutu situaciju.

Promjene fiskalne politike takođe pogađaju monetarnu politiku putem njenog direktnog uticaja na agregatnu tražnju. Promjene nivoa poreza utiču na dobit kompanija i njihov raspoloživi dohodak, a samim tim i na njihove odluke o potrošnji i investicijama, izazivajući reperkusije na inflaciju. Drugi način putem kojeg fiskalna politika može uticati na inflaciju je uticaj koji fiskalni efekat ostvaruje na potencijalni autput, jer niži porez na dobit može biti jedan od faktora koji će uticati na otvaranje novih kompanija, što u konačnom može povećati potencijalni autput (Binay, 2003, str. 247).

Osim toga, fiskalna politika pored pomenutih direktnih kanala, ostvaruje uticaj na monetarnu politiku i indirektnim kanalom koji se manifestuje kroz percepciju odnosno očekivanja. Ovo na način što očekivanja velikih budžetskih deficita i značajnijeg zaduživanja radi njegovog pokrivanja može poljuljati povjerenje u perspektivu jedne privrede, što će s druge strane izazvati povećan rizik na finansijskim tržištima. Time će djelovati kao destabilizujući faktor na deviznim tržištima, ostvarujući u konačnom pritisak i na režim monetarne politike koji se koristi. Još jedan indirektni kanal putem kojeg se može ostvariti uticaj fiskalne na monetarnu politiku može predstavljati pojava u literaturi poznata kao Ricardova ekvivalencija (eng. Ricardian equivalence) kod koje finansijsko ponašanje ekonomskih agenata zavisi od percepcije fiskalne održivosti jedne zemlje, što u konačnom može i te kako uticati na remećenje monetarnih i drugih projekcija. Finansijska tržišta takođe mogu predstavljati značajan prostor za koordinaciju između monetarne i fiskalne politike, jer veza između monetarne i fiskalne politike dobrim dijelom može zavisiti i od stepena razvoja finansijskih tržišta.

Riječju, interakcija pomenutih politika posebno dolazi do izražaja onda kada se želi ostvariti uticaj na privredni ciklus radi postizanja makroekonomske stabilnosti i željenog privrednog rasta. Koordinacija se ističe na planu podsticanja privrednog rasta putem regulisanja tražnje, kao i otklanjanja nestabilnosti koje nastaju u sistemu, a sve u cilju postizanja cjenovne stabilnosti i unutrašnje i spoljašnje ravnoteže. Jedan od važnih aspekata interakcije monetarne i fiskalne politike jeste potreba visokog stepena koordinacije kao odgovor na finansijsku krizu, što je u skorije vrijeme jedan od najvećih izazova uzimajući u obzir dešavanja koja su nastupila posebno od 2007. godine do danas.

Na značaj koordinacije utiče i činjenica da monetarna i fiskalna politika mogu determinisati mnoštvo različitih ekonomskih veličina, poput nivoa i strukture štednje, investicija, proizvodnje, zaposlenosti i platnog bilansa. Visina poreza, vrsta poreskog

sistema, veličina i struktura javnih rashoda, politika budžetskog suficita odnosno deficita, kao i način njegovog finansiranja, s jedne, a promjene količine novca u opticaju, nivo i struktura kredita kao i cijena kredita s druge strane, predstavljaju značajne determinante ne samo nivoa cijena i deviznog kursa, već i strukture proizvodnje i stope zaposlenosti u jednoj privredi.

Činjenica da je poslije perioda „velike umjerenosti“ nastupila kriza koja je izazvala najveću ekonomsku kontrakciju nakon Velike depresije, i da je uticala na potrebu preispitivanja strategija, efekata i uopšte uloge monetarne i fiskalne politike (s obzirom da je ozbiljno poljuljano povjerenje u nosioce pomenutih politika), ni na koji način ne umanjuje, već naprotiv povećava značaj koordinacije. Ne postavlja se pitanje da li simultano koristiti instrumentarijum monetarne i fiskalne politike, nego na koji način ih koordinirati i usmjeravati ka željenim ciljnim varijablama. U tom smislu je za postizanje osnovnog cilja koji se postavlja pred makroekonomskom politikom, a u koji spada održivi ekonomski rast uz istovremenu stabilnost cijena i održiv platni bilans, ključan bliski stepen koordinacije među donosiocima odluka u oblasti monetarne i fiskalne politike. Njihov krajnji efekat zavisi od toga kako će preduzete mjere u bilo kojoj od ovih politika uticati na drugu. Stoga će odsustvo koordinacije ovih politika dovesti do finansijske nestabilnosti, povlačeći sa sobom rast kamatnih stopa, pritisak na devizni kurs, inflaciju, a u konačnom će se negativno odraziti i na privredni rast.

Dakle, ciljna usmjerenost ekonomske politike ima snažan uticaj kod donošenja odluka o adekvatnoj kombinaciji ovih instrumenata, čime koordinacija dvije politike dobija na značaju za učinke ukupne ekonomske politike, koji su uglavnom usmjereni u pravcu vraćanja privrede do ili blizu ravnotežnog stanja. To s druge strane znači da nekonzistentne i neusklađene politike dovode do loših ekonomskih performansi jedne privrede, što u konačnom snažno potvrđuje značaj koordinacije.

U osnovne razloge, kojim se objašnjava potreba za koordinacijom monetarne i fiskalne politike, Hanif i Farooq (2008, str. 3) ubrajaju:

- Uspostavljanje interno konzistentnih i međusobno usklađenih ciljeva monetarne i fiskalne politike usmjerenih u pravcu neinflatornog stabilnog rasta;
- Olakšavanje efikasne implementacije prethodno donešenih odluka radi postizanja niza ciljeva monetarne i fiskalne politike putem razmjene informacija i obavljanja konsultacija;
- Uticanje na nosioce monetarne i fiskalne politike da usvoje održive politike.

Uzimajući pomenuti pristup u obzir, dolazi se do zaključka da je koordinaciju potrebno uspostaviti na dva nivoa, u kratkom i u dugom roku. Kada je o kratkom roku riječ, koordinacija se sprovodi u cilju obezbjeđenja uslova za postizanje cjenovne stabilnosti, zbog čega se poseban akcenat stavlja na adekvatno upravljanje monetarnom politikom i politikom javnog duga, koje dobrim dijelom determinišu prethodno pomenut zahtjev. S druge strane, u dugom roku je potrebno adekvatno upravljati politikama koje bi trebalo da predstavljaju kvalitetan preduslov za približavanje privrede ravnotežnom nivou, ali i osnovu za stabilan i održiv privredni rast. Rast će prije biti uspostavljen ukoliko nivo fiskalnog deficita u tom roku ne bude

izazivao potrebu za njegovom monetizacijom od strane centralne banke, kao i neodrživim povećanjem unutrašnjeg ili spoljašnjeg javnog duga.

Oblasti u kojima posebno dolazi do izražaja i funkcionalna i institucionalna međuzavisnost ovih politika je pitanje finansiranja budžetskog deficita, način upotrebe sredstava nastalih iz budžetskog suficita, kao i način upravljanja javnim dugom. Međutim, i pored postojanja opšte saglasnosti o potrebi sinhronizovanog korišćenja instrumentarijuma koji nosiocima ovih politika stoji na raspolaganju, problem se javlja onda kada treba odgovoriti na pitanje kojem instrumenatrijumu dati prednost kada je riječ o rješavanju pojedinačnih problema.

Koordinacija monetarne i fiskalne politike, dizajniranih od strane različitih državnih organa koji imaju svoje sopstvene ciljeve, prednosti i nedostatke, odnosno ograničenja i resurse, može počivati na permanentnim kontaktima između nosilaca ovih politika usmjerenih u pravcu donošenja zajedničkih odluka o strategijama, efektima i mjerama ovih instrumenata ekonomske politike. Ako su fiskalne vlasti upoznate s funkcijom reakcije monetarne politike i njenim formalnim i neformalnim analitičkim modelom, onda će one biti u stanju da anticipiraju odgovor monetarne politike na svaku fiskalnu akciju, kao i da svoju buduću aktivnost prilagođavaju. U tom smislu bi efekat pomenute interakcije morao rezultirati time što bi monetarne vlasti trebale da anticipiraju svaku novu fiskalnu inicijativu i odgovore na svaki fiskalni impuls, odnosno inkorporirati fiskalne planove u svoje procjene budućeg kretanja kamatnih stopa usmjerenih u pravcu ostvarivanja prethodno zacrtanih ciljeva. Fiskalne vlasti bi morale prije donošenja konačnih odluka uzeti u ozbiljno razmatranje odgovor monetarne politike na eventualne inicijative koje planiraju u perspektivi. Takođe, koordinacija može počivati i na bazi prethodno usvojenog čitavog niza pravila i procedura kojih će se donosioci odluka morati pridržavati, što smanjuje potrebu za učestalijom interakcijom, a za rezultat ima isti efekat kao i u prethodnom slučaju. Dakle, način na koji će sama koordinacija biti uspostavljena zavisi prije svega od niza specifičnih faktora karakterističnih za svaku zemlju posebno, kao i nivoa institucionalnog razvoja na kojem se nalaze.

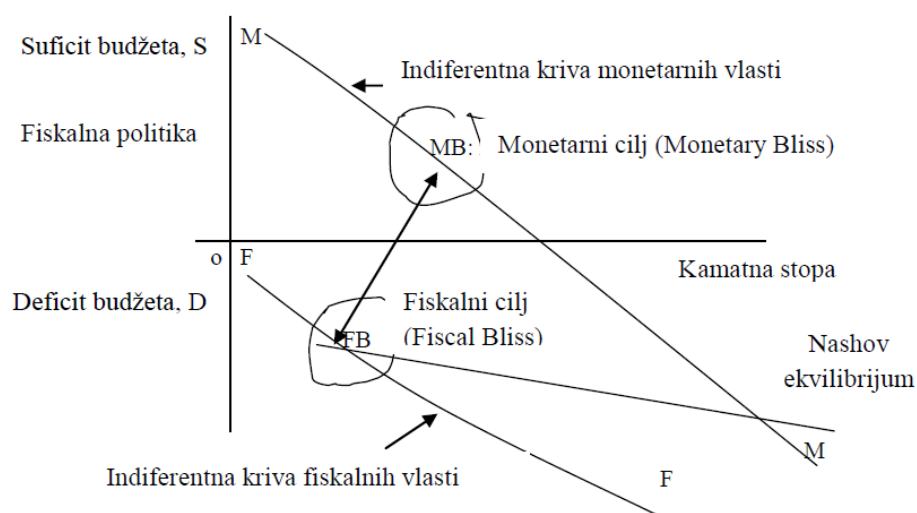
### **1.3. Koordinisana vs nekoordinisana monetarna i fiskalna politika – prednosti i nedostaci**

Monetarnu i fiskalnu politiku bi trebalo da sprovode nezavisne institucije, koje uglavnom uzimaju kao relevantne različite vremenske periode prilikom donošenja odluka o mjerama koje preduzimaju, a nerijetko imaju i konfliktne ciljeve. Naime, fiskalne vlasti su više kratkoročno orijentisane zbog postojanja politički motivisanog djelovanja kreatora fiskalne politike, usljed želje za postizanjem željenih ekonomskih uslova neposredno prije izbornog ciklusa, dok su monetarne vlasti zaokupljenije dužim rokom. Rezultat toga, ali i same prirode monetarne i fiskalne politike, su brojna teorijska istraživanja koja su trebala da rezultiraju odgovorom na pitanja da li bi za ekonomski sistem jedne zemlje bilo bolje da se monetarna i fiskalna politika vode odvojeno, ili bi bilo bolje, uzimajući u obzir ekonomske veličine poput inflacije, nezaposlenosti, kamatne stope i autputa, da sprovođenje monetarne i fiskalne politike bude rezultat interakcije i koordinacije među nosiocima politika.

S tim u vezi, u literaturi su razvijeni brojni modeli koji istražuju pomenutu problematiku, poput modela Mundella (1962), Niehansa (1968), Krugmana (1979), Barro i Gordona (1983), Millera i Marka (1990), Nordhaua (1994), Lockwood–Millera i Zhanga (1998), IMF (2003), i drugih.

Jedan od najčešće korišćenih modela koji uzima u obzir interakciju domaće monetarne i fiskalne politike, a koji inače spada u modele teorije igara koji su zasnovani na izučavanju optimalnih strategija u igrama uz primjenu matematičkih metoda, jeste Nordhausov model. Najjednostavnije se može predstaviti grafikom (19):

Grafik 19: Monetarna i fiskalna politika u Nordhausovom modelu teorije igara



Izvor: Nordhaus, 1994.

U modelu su moguće tri strategije od čijeg izbora će zavisi rezultati igre. Vođenje nezavisne monetarne i fiskalne politike će se manifestovati postizanjem njihovih pojedinačnih ciljeva (monetarnog i fiskalnog cilja), što će rezultirati odnosom prikazanim MM i FF krivama. S tim u vezi, kriva MM predstavlja kombinaciju kamatne stope i suficita (deficita) budžeta odnosno onu agregatnu tražnju preferiranu od strane monetarnih vlasti, dok je na sličan način kriva FF preferirana od strane fiskalnih vlasti. Primjećuje se da je cilj monetarne politike restriktivnijeg karaktera u odnosu na cilj fiskalne politike, što je i razumljivo ukoliko se ima u vidu rok kojem su okrenute i karakter politički motivisane fiskalne politike.

Ukoliko je, pak, riječ o vođenju monetarne i fiskalne politike na način da se nosioci ponašaju nekooperativno u igri, i to u smislu da njihove odluke nijesu rezultat zajedničkog promišljanja, i uz pretpostavku da će kod promjene jedne, druga politika ostati nepromijenjena, rezultat će biti postizanje Nashovog ekvilibrija (ravnoteže). On je rezultat konflikta između monetarnih i fiskalnih ciljeva, budući da fiskalne vlasti nastojeći da smanje nezaposlenost povećavaju deficit, a monetarne vlasti reagujući na to povećavaju kamatne stope kako bi spriječili nastanak inflacije, i tako redom. Nashov ekvilibrijum takođe podrazumijeva postizanje ravnoteže u tački koja podrazumijeva visoke kamatne stope i deficit. Važno je naglasiti da su veličine više od željenog nivoa kako monetarnih tako i fiskalnih vlasti, što u konačnom znači

postojanje „i suviše” restriktivne monetarne politike, kao „i suviše” ekspanzivne fiskalne politike. To može biti uzročnik brojnih finansijskih nestabilnosti u jednoj ekonomiji.<sup>68</sup>

Treća strategija koja se može prikazati Nordhausovim modelom se odnosi na vođenje monetarne i fiskalne politike između njihovih nosilaca na način što će se primijeniti kooperativna strategija. Dobija se kriva koja spaja tačke MM i FF, koja je inače Pareto efikasnija u svakoj tački na njoj, u odnosu na prethodne strategije. Takođe predstavlja kompromis između ciljeva preferiranih od strane nosilaca dvije politike a rezultat je zajedničke implementacije politika.

#### **1.4. Preduslovi za uspješnu koordinaciju – institucionalni i operativni aspekt**

Jedan od problema koji se može javiti tokom primjene monetarne i fiskalne politike jeste konfliktnost ciljeva koji se žele ostvariti. Preduslov za rješavanje problema je postojanje efektivne koordinacije politika, koja inače zavisi od razvijenosti finansijskog tržišta, nezavisnosti centralne banke kao i transparentnosti fiskalne politike. U cilju kvalitetnije razmene informacija i bolje koordinacije nosilaca pomenutih politika, uspostavljaju se formalna i neformalna, odnosno eksplicitna i implicitna rješenja. Eksplicitna pravila se primjenjuju u zemljama koje nemaju tradiciju adekvatnog funkcionisanja finansijskih tržišta i dovoljnu dubinu tržišta i instrumenata kojima se na njemu trguje, dok se u suprotnom primjenjuju implicitna rješenja za pospješivanje koordinacije. S tim u vezi je Međunarodni monetarni fond razvio dva bitna standarda koji se odnose na centralnu banku i fiskalne agente, koji su važan aspekt razgraničavanja nadležnosti, a samim tim i bolje koordinacije monetarne i fiskalne politike.

Ipak, u slučaju savršenog funkcionisanja finansijskih tržišta i nepostojanja nesavršenosti koje bi remetile postizanje efikasnog ishoda na njima, problem koordinacije praktično ne bi ni postojao. Međutim, kako su savršena tržišta isključivo teorijska kategorija, potrebno je uspostavljanje različitih institucionalnih i operativnih aranžmana, koji imaju za cilj sprječavanje nastanka makroekonomskih debalansa koji kao posljedica neadekvatne koordinacije mogu nastati u jednoj ekonomiji. Time će se sačuvati kredibilitet politika, s obzirom da predstavljaju jedan od preduslova za sprječavanje potencijalnih devijacija, koje se odnose na odstupanja ostvarenih varijabli od ciljeva makroekonomskih politika.

Uzimajući prethodno u obzir, postoje različite forme institucionalnih i operativnih aranžmana čija se adekvatnost razlikuje od zemlje do zemlje u zavisnosti od čitavog niza faktora s kojima se suočavaju. Laurens i Piedra (1998, str. 17-21) razlikuju nekoliko preporuka, odnosno aranžmana koje je potrebno implementirati u cilju pospješivanja koordinacije monetarne i fiskalne politike:

---

<sup>68</sup> Pogledati detaljnije: Nordhaus, 1994; str. 150.

- Aranžmani za nezavisnost centralne banke;
- Aranžmani za prevenciju i rješavanje konflikata;
- Aranžmani koji limitiraju direktne kredite centralne banke državi;
- Aranžmani za uravnotežen budžet ili limitirani deficit;
- Aranžmani valutnog odbora.

Teorijski argumenti i međunarodno iskustvo govore u prilog tezi da zemlje s nezavisnijom centralnom bankom u principu postižu bolji rezultat od onih koje su manje nezavisne, i to u smislu ostvarivanja niske inflacije koja nije za rezultat imala troškove nižeg privrednog rasta i nivoa zaposlenosti. Nezavisnost centralne banke je institucionalni instrument za optimizaciju doprinosa ekonomske politike ostvarivanju cilja koji se odnosi na upravljanje ekonomijom, usmjerenog u pravcu ostvarivanja visoke dugoročne realne stope rasta BDP, visoke stope zaposlenosti i male nestabilnosti ovih promjenljivih. Glavni teorijski argument za nezavisnu centralnu banku je to što dugoročna visoka stopa privrednog rasta zahtijeva stabilnost cijena (Schwödiauer, Komarov i Akimova, 2006, str. 4).

Uspostavljanje nezavisne centralne banke, imune na različite pristiske usmjerene u pravcu ugrožavanja cjenovne stabilnosti zbog kratkoročnog povećanja autputa, kao preduslova dugoročno efikasne monetarne politike, ne znači i odsustvo potrebe njene koordinacije s fiskalnim vlastima. Zapravo će uspješnost monetarne politike dobrim dijelom zavisiti od efikasne koordinacije pomenutih nosilaca ovih segmenata ekonomske politike. Zbog toga se pod nezavisnošću centralne banke i ne podrazumijeva apsolutna nezavisnost u bukvalnom smislu, već prije svega njena spremnost i sposobnost odupiranja bilo kojoj vrsti pritisaka koji bi mogao rezultirati ugrožavanjem njenog krajnjeg cilja čijem ostvarenju je posvećena.

Empirijska potvrda prednosti nezavisnih centralnih banaka se vezuje za brojne studije koje su tim povodom rađene. Studije potvrđuju vezu između nezavisnosti i ekonomskih performansi postignutih u privredama u kojima takve centralne banke funkcionišu. To se posebno odnosi na negativnu korelaciju koja postoji između nezavisnosti centralnih banaka i dugoročne inflacije i budžetskog deficita kao procenta BDP. Veza koja se takođe ostvaruje između nezavisnosti monetarnih vlasti i fiskalne politike svodi se na činjenicu da nezavisnije centralne banke raspolažu većim kredibilitetom, koji zapravo predstavlja važan faktor koji utiče na fiskalnu poziciju, što u konačnom sprječava mogućnost direktnog finansiranja javnog duga, što je od posebne važnosti.<sup>69</sup>

Ograničenje kreditne podrške od strane centralne banke državi je ključni segment njene nezavisnosti. Zato pomenuta ograničenja jesu zapravo rezultat njene nezavisnosti i kredibiliteta, što u konačnom znači da je sama nezavisnost značajan aranžman za implicitnu koordinaciju monetarnih i fiskalnih vlasti. U suprotnom bi neograničeno kreditiranje države od strane centralne banke podredilo samoj državi monetarnu politiku i politiku upravljanja javnim dugom. U tom slučaju ekonomska

---

<sup>69</sup> Detaljnije o kredibilitetu centralne banke i njenom uticaju na fiskalnu politiku: Dahan, 1998; str. 15-17.



politika je uspješna onoliko koliko je uspješna fiskalna politika, pri čemu će centralna banka izgubiti kredibilitet, što će se skoro izvjesno odraziti na cjenovnu stabilnost.

Radi naučne korektnosti korisno je naglasiti da postoje autori koji upozoravaju da osim onih standardnih argumenata koji se inače koriste da bi pokazali i drugu stranu nezavisnosti centralne banke,<sup>70</sup> postoje i argumenti koji ne idu u prilog nezavisnim monetarnim vlastima upravo zbog koordinacije monetarne i fiskalne politike. Naime, u tim istraživanjima se pokazuje da bi rezultat nezavisnosti mogao da bude i sukob između monetarnih i fiskalnih vlasti, odnosno problem koji bi eventualno mogao nastati u oblastima upravljanja javnim dugom, politike njegovog finansiranja, upravljanja deviznim kursom, kao i politika za očuvanje bankarske stabilnosti. Ipak, rezultati do kojih se došlo na bazi tih istraživanja nemaju za cilj da u krajnjem ospore značaj nezavisnosti centralnih banaka, već samo da ukažu i na potencijalne probleme koji bi s tim u vezi eventualno mogli nastati.<sup>71</sup>

Međutim, i pored činjenice da je svijest o značaju uspostavljanja nezavisnih centralnih banaka na visokom nivou budući da je to značajan preduslov ostvarenja krajnjeg cilja monetarne politike, ipak je potrebno razviti i one aranžmane koji će spriječiti devijacije koje bi mogle nastati kao rezultat nedovoljnog stepena nezavisnosti centralne banke i njene nemoći da se izbori s fiskalnim vlastima. S tim u vezi je potrebno istaći da bi, u cilju sprječavanja nekonzistentnosti koja bi mogla nastati između monetarne i fiskalne politike, korisno bilo razvijati aranžmane koji podrazumijevaju limitiranje kredita centralne banke državi, uravnotežen budžet ili ograničeni deficit, i u konačnom – formiranje koordinacionih komiteta.

Pomenuti komiteti ili radne grupe, čiji mandat, status i operacije koje vrše mogu varirati od zemlje do zemlje, mogu odigrati značajnu ulogu kada je riječ o rješavanju potencijalnog konflikta ciljeva koji može nastati između monetarnih, fiskalnih vlasti i agencija za upravljanje dugom. Mogućnost nastanka konflikta među nosiocima ovih politika je značajno smanjena ukoliko monetarne vlasti posjeduju neophodnu nezavisnost i samostalnost u radu. Ipak, ukoliko dođe do nekonzistentnosti među politikama, potrebno je prići rješavanju konflikata, čija je suština u tome da bi neopravdano ekspanzivna jedna politika podrazumijevala kao kontra mjeru restirkivan karakter druge, i obrnuto, a sve s ciljem postizanja krajnjih ciljeva ekonomske politike.

Pomenuto je da je bitan indikator nezavisnosti monetarnih vlasti količina direktnih kredita koje one usmjeravaju ka državi, za šta je svakako pritisak veći ukoliko je nerazvijenost tržišta hartija od vrijednosti veća. Ovo iz razloga što je u tom slučaju kreditna podrška od strane centralne banke jedini način domaćeg finansiranja države. Zloupotrebu domaćeg finansiranja bi institucionalnim aranžmanima trebalo spriječiti, iz razloga što bi se time očuvala nezavisnost centralne banke, te samim tim i povećala vjerovatnoća ostvarivanja niske i stabilne stope inflacije u dugom roku. Pri tom treba naglasti da zemlje koje imaju dužu i bolju tradiciju koordinacije, prije se odlučuju za ograničavanje direktne kreditne podrške državi od strane centralne banke, dok je

---

<sup>70</sup> Nedemokratska priroda procesa, odgovornost vlade u konačnom za ekonomsku situaciju u zemlji, i drugi.

<sup>71</sup> Za detaljnije informacije pogledati: Mas, 1995; str. 1462-1464.

indirektno kreditiranje (trgovina hartijama od vrijednosti na sekundarnom tržištu, repo aranžmani i slično) dozvoljeno, budući da isto predstavlja značajan instrument za upravljanje likvidnošću u državi. Istina, postoje neformalna ograničenja za indirektni vid finansiranja države, koja se u principu sprovode na način da ograničavaju korišćenje ovih operacija na tržištu samo u svrhe monetarne politike, sprječavanje transfera senjoraže državi i slično.

Nezaobilazno pitanje kod limitiranja direktne i indirektno kreditne podrške centralne banke državi je mogućnost njenog zaobilaženja. Naime, najčešće korišćena forma zaobilaženja ovih vidova kreditne podrške jeste korišćenje inetrmedijatora koji imaju pristup kreditima centralne banke, koji pozajmljuju sredstva od centralne banke pa ih potom transferišu državi. Problem se sastoji u tome što nije lako izbjeći ovu praksu s obzirom da i u uslovima kontrolisanja samih posrednika od strane države, nemoguće je zabraniti pristup kreditima centralne banke. Problem je svakako manji ukoliko centralna banka funkcioniše na tržištu, jer tada intermedijatori dolaze do sredstava na način što plaćaju tržišnu cijenu, što za posljedicu ima situaciju da banke koje žele da obezbijede više novca za državu moraju za taj isti novac ponuditi veću cijenu, što će u konačnom poskupiti sredstva koja se nude državi, i time ih učiniti manje atraktivnim za samu državu.<sup>72</sup> Faktor za postizanje pune institucionalne nezavisnosti centralne banke svakako je i tretiranje dobiti odnosno gubitka koji ostvaruje u svom poslovanju. To je takođe nešto što pojedini autori uzimaju kao važno institucionalno rješenje koje doprinosi uspješnijoj koordinaciji monetarne i fiskalne politike.

Pored postojanja institucionalnih aranžmana koji se odnose na monetarnu politiku, postoje aranžmani koji promovišu fiskalnu disciplinu, a koji se odnose na uravnoteženje budžeta ili limitiranje deficita države. U tom cilju su mnoge zemlje posegle za fiskalnim pravilima čije poštovanje predstavlja obavezu države, a što za rezultat ima sigurnost javnih finansija. Za efektivnost pomenutih aranžmana, Laurens i Piedra (1998, str. 20) navode kao ključno izbjegavanje zamki koje nastaju kao rezultat vanbudžetskih transakcija, nagomilanih penzijskih obaveza, drugih budućih obaveza i kvazi fiskalnih operacija.

Potreba za uspostavljanjem institucionalnih aranžmana vezanih za unaprjeđenje fiskalne discipline postaje izraženija u svijetlu činjenice da je jedna od posljedica ekonomske krize motivacija velikog broja država da povećanjem javnih rashoda i agregatne tražnje utiču na podsticanje privrednog rasta i povećanje likvidnosti finansijskog tržišta. Bez obzira na tip mjere koju države preduzimaju, svaka od njih ima za posljedicu povećanu javnu potrošnju, koja je obično praćena padom javnih prihoda, što u konačnom izaziva i značajno povećanje budžetskog deficita, izraženog kao procenat od BDP. Kao reakcija na pomenutu situaciju, većina razvijenih zemalja je u nekom momentu usvojila budžetska pravila kojima se ograničava iznos deficita kao procenat od BDP, kao i ukupni nivo javnog duga.

Prema Međunarodnom monetarnom fondu, početkom 2009. godine, 90 zemalja je implementiralo nacionalna ili nadnacionalna budžetska pravila, uključujući 21 razvijenu zemlju, 33 zemlje u razvoju i 26 zemalja s niskim dohotkom. S tim u vezi je tendencija da se odustaje od jednog pravila i da se ide ka kombinaciji pravila.

---

<sup>72</sup> Detaljnije o zaobilaženju formalnih ograničenja: Cotareli, 1993; str. 22.

Potrebno je naglasiti da se u principu primjenjuju pravilo balansirano budžeta (u određenom biznis ciklusu prije nego na godišnjem nivou), limitiranje javnog duga kao procenta od BDP, limitiranje javne potrošnje,<sup>73</sup> i pravila koja se odnose na prihode – uspostavljanje gornje i donje granice prihoda koje ima za cilj povećanu naplatu kao i sprječavanje prekomjernog fiskalnog opterećenja (Jackson, 2011, str. 17-23).

I pored činjenice da postoje brojne prednosti uspostavljanja institucionalnih aranžmana koji idu u pravcu balansirano budžeta i limitiranja deficita, pojedine studije dokazuju da fiskalna pravila izazivaju procikličnu fiskalnu politiku. Istraživanja sprovedena od Noorda (2000), Bouthevillaina et al. (2001) i MMF-a (2004), pružaju dokaze za procikličnost fiskalne politike u razvijenim zemljama.

S tim u vezi, nalazi pojedinih istraživanja dokazuju da limiti kod deficit–output racija podstiču sprovođenje prociklične politike, i kontraciklične politike samo u veoma dobrim i veoma lošim uslovima. Fiskalna politika ima procikličan karakter iz razloga što države nivo deficita drže malo ispod limita kako bi izbjegli sankciju za njegovo nepoštovanje. Optimalno fiskalno pravilo bi po njima podrazumijevalo mehanizam kojim država u „dobra vremena“ akumulira novac kada ostvaruje suficit, koji se koristi za pokrivanje deficita kada je to potrebno u „loša vremena“.<sup>74</sup>

Aranžman koji također može uticati na povećanje kredibiliteta monetarne politike jeste valutni odbor. Pomenuti aranžman podrazumijeva potpuno pokrivanje domaće valute stranom rezervnom valutom, a sve u cilju permanentnog održavanja fiksnog deviznog kursa, zbog čega i predstavlja značajno ograničenje za nosioce monetarne i fiskalne politike, a samim tim i ograničenje za eventualne makroekonomske nestabilnosti koje iz njih mogu nastati. Valutni odbor zapravo predstavlja aranžman koji daje kredibilitet samoj ekonomskoj politici kada je njen ugled na niskom nivou, a koji je inače najčešće narušavan zbog problema s inflacijom, deviznim kursom ili pak izraženim fiskalnim deficitima koji su prisutni u ekonomiji. Osim ostvarivanja valutne i cjenovne stabilnosti i ograničavanja budžetskog deficita, preporučuje se naročito malim otvorenim ekonomijama koji nemaju adekvatna znanja iz oblasti centralnog bankarstva, ne raspolažu razvijenim finansijskim tržištima, a žele da pospeše prisustvo trgovine, stranih investicija putem povećanja kredibiliteta ekonomske politike. Ovo iz razloga što Odbor garantuje visoku transparentnost zbog jednostavnog monetarnog pravila, zbog čega je sužen bilo kakav prostor za zloupotrebu od strane nosilaca ekonomske politike.

Međutim, pored brojnih prednosti koje valutni odbor sa sobom nosi, postoje u literaturi istraživanja koja naglašavaju njegove nedostatke. Naime, njihova implementacija bi prije izazvala štetu za jednu ekonomiju, nego što bi uticala na pospešivanje dugoročnih ekonomskih performansi.<sup>75</sup> Debata o nedostacima ovog aranžmana je slična debati koja se vodi o prednostima i nedostacima fiksnog i fleksibilnog deviznog kursa. Drugačije rečeno, opredjeljivanje za ili protiv valutnog odbora se u suštini svodi na pitanje izbora između fleksibilnosti ili kredibiliteta.

---

<sup>73</sup> Ograničenje koje se odnosi na ukupnu, tekuću ili primarnu potrošnju u apsolutnom smislu, stopama rasta ili procentu BDP.

<sup>74</sup> Pogledati na primjer: Manesse, 2007.

<sup>75</sup> Vidjeti na primjer: Roubini, 1998.

Jedan od većih nedostataka Odbora jeste nemogućnost vođenja efektivne nezavisne monetarne politike, onemogućavanje obavljanja funkcije „zajmodavca u posljednjoj instanci“, lišavanje mogućnosti centralne banke da posuđuje novac državi ili finansijskim institucijama u periodima deficita u ekonomiji, nemogućnost kontrolisanja tokova novca, kapitala i stranih direktnih investicija i eliminisanje posljedica pada kamatnih stopa i potencijalnih potrošačkih i kreditnih balona koji zbog toga mogu nastati.

Zato Batsaihkan (2009, str. 12) zaključuje da primjena valutnog odbora može biti izuzetno štetna na dugi rok ukoliko nije praćena strukturnim promjenama koje će primjenjivati tranzicione ekonomije, uzimajući u obzir činjenicu da izlazna strategija u političkom i ekonomskom smislu može biti izuzetno skupa. Kada je o izlaznoj strategiji riječ, Wolf, Ghos, Berger i Gulde (2008, str. 57) dokazuju da kod većine modernih valutnih odbora ne postoje eksplicitna pravila zbog straha od podrivanja povjerenja, zbog čega se kao primjer prenaplašene izlazne strategije može uzeti Turska i dešavanja koja su zbog toga nastupila.

Osim prethodno pomenutih aranžmana na kojima insistiraju Laurens i Piedra, u literaturi se naglašava potreba za postojanjem i drugih aranžmana posebno u razvijenim zemljama, koji bi trebali da rezultiraju uspješnijom koordinacijom. I pored toga što je u njima finansijsko tržište razvijeno pa se koordinacija politika ostvaruje dobrim dijelom putem djelovanja tržišnih zakonitosti. U tom smislu Hanif i Farooq (2008, str. 5) ističu značaj uspostavljanja formalnih ili neformalnih koordinacionih komiteta ili grupa, za koordinaciju monetarne i politike upravljanja javnim dugom, sastavljenih obično od ključnih donosilaca odluka u ministarstvima finansija i centralnim bankama. Ova tijela, koja inače mogu imati različitu formu i organizacionu strukturu, imaju za cilj razmatranje različitih strategija koje bi trebale da doprinesu ostvarivanju ciljeva monetarne i politike upravljanja javnim dugom.

## **2. Savremeni teorijski pristup koordinaciji monetarne i fiskalne politike**

U funkciji ostvarivanja krajnjih ciljeva ekonomske politike, koji se uglavnom vezuju za visok i stabilan nivo zaposlenosti, nisku i stabilnu inflaciju, zadovoljavajući privredni rast i uravnotežen platni bilans, savremena država se na koordinisan i sinhronizovan način mora služiti instrumentarijumom monetarne i fiskalne politike. Zacrtni ciljevi makroekonomske politike se nastoje ostvariti od strane nosilaca monetarne politike odgovarajućim upravljanjem količinom novca u opticaju i kamatnim stopama, dok nosioci fiskalne politike to isto nastoje da ostvare regulisanjem javnih prihoda, javnih rashoda, budžeta, javnog zajma, finansijskog izravnjanja, odnosno instrumentima i mjerama koji im stoje na raspolaganju. Kako svaki od raspoloživog instrumentarijuma ima svojih prednosti i nedostataka, neophodnim se nameće njihova kombinovana primjena, u želji da se ostvare odgovarajući rezultati. Odsustvo koordinacije instrumenata i mjera dvije politike bi izvjesno dovelo do efekata koji su suprotni onima koji su planirani i očekivani od strane nosilaca ekonomske politike. Četiri situacije vezane za odnose između monetarne i fiskalne politike prikazane su u tabeli (1).

U literaturi se naglašava postojanje nekoliko različitih aspekata u kojima dolazi do izražaja potreba za povezanošću ovih politika, budući da bez koordinacije i sinhronizacije njihovih instrumenata i mjera nije realno očekivati željeni uticaj na postavljene ciljeve makroekonomske politike. Ovo iz razloga što i jedan i drugi instrument ekonomske politike u zavisnosti od stanja u kojem se privreda nalazi imaju svoje prednosti i nedostatke, zbog čega ih je neophodno kombinovati.

Tabela 1: Odnosi između monetarne i fiskalne politike

Vrsta odnosa	Situacija	Mjere monetarne politike	Mjere fiskalne politike
Monetarna politika podržava fiskalnu politiku	Efekat istiskivanja	Rast novčane mase	Zaduživanje države koje izaziva rast kamata
	Inflacija	Rast kamata i obuzdavanje novca	Smanjivanje deficita i rast poreza
Fiskalna politika podržava monetarnu politiku	Podsticanje privrednog rasta	Ekspanzija novca i smanjivanje kamata	Fiskalna restrikcija radi otklanjanja budžetskog deficita
Ravnopravno korišćenje monetarne i fiskalne politike		Cilj: smanjivanje inflacije putem rasta kamata i smanjivanja količine novca	Cilj: održavanje zaposlenosti, proizvodnje i socijalne zaštite
Konfliktnost monetarne i fiskalne politike			

Izvor: Jakšić, 1993; str. 48.

Relevantna literatura vezana za monetarne finansije analizira nekoliko različitih prepostavki o povezanosti monetarne i fiskalne politike. U većini tradicionalnih analiza zadatak fiskalne politike se svodi na akcije usmjerene u pravcu osiguranja balansirano budžeta države, dok je monetarna politika fleksibilna u podešavanju količine novca ili nominalnih kamatnih stopa. Ova situacija je u literaturi nazvana Ricardovim režimom u kojem državni deficiti i državni dugovi nemaju efekta na privrednu aktivnost, odnosno u kojem postoji monetarna dominacija budući da je fiskalna politika pasivna a monetarna aktivna, kako naglašava Sargent (1982). Drugi pristup koji Aiyagary i Gertler (1985) nazivaju nerikardijanskim, polazi od fiskalne dominacije i činjenice da nosioci fiskalne politike nijesu obavezni da koriste instrumentarijum da bi obezbijedili uravnoteženost državnog budžeta, s obzirom na obavezu monetarne politike da obezbijedi prihoda od senjoraže nedostajući iznos sredstava za finansiranje budžetskih potreba, što fiskalnu politiku čini aktivnom, a monetarnu pasivnom. Treći pristup o povezanosti monetarne i fiskalne politike poznat kao „fiskalna teorija nivoa cijena“, koji su utemeljili Sims (1994), Woodford (1995) i ostali, govori o tome da je intertemporalno budžetsko ograničenje zadovoljeno jedino u slučaju ravnotežnog nivoa cijena, gdje nominalni javni dug igra ključnu ulogu u određivanju nivoa cijena.

Goyal (2002) s druge strane ističe tri primjera u kojima se ta povezanost manifestuje. Prvi je vezan za činjenicu da se njihovom interakcijom može uticati na agregatnu tražnju, a time i na output i kamatne stope, na kratak rok. Ovo na način što monetarna politika utiče na agregatnu tražnju preko regulisanja količine novca u opticaju, odnosno posredno putem kratkoročnih realnih kamatnih stopa, štednje i investicija, dok fiskalna regulisanjem i preraspodjelom dohotka na direktan način ostvaruje uticaj. S tim u vezi je Roomer (2000) analizirajući relaciju kamatne stope – output došao do zaključka da je umjesto veze nominalnih kamatnih stopa ( $i$ ) i outputa ( $Y$ ), na šta se oslanja klasični IS–LM model, realističnije osloniti se na relaciju realne kamatne stope ( $r$ ) – output ( $Y$ ), zbog čega je LM krivu zamijenio horizontalnom MP (eng. Monetary Policy) krivom.<sup>76</sup> Drugi aspekt koordinacije je vezan za to što kamatne stope u otvorenoj ekonomiji ostvaruju direktan uticaj na tražnju, ali istovremeno neujednačen uticaj na različite sektore. U konačnom, treći aspekt je vezan za finansiranje javne potrošnje tokom vremena.

S druge strane, može se istaći da je strateška povezanost između monetarne i fiskalne politike naročito prisutna kod sistema finansiranja budžetskog deficita i upravljanja politikom javnog duga. Mnogi smatraju da agregatna tražnja predstavlja najpogodniji teren za sinhronizaciju dvije politike, odnosno da su razvojna i stabilizaciona politika mehanizmi za čiju uspješnost se kao preduslov postavlja adekvatna interakcija.

## **2.1. Koordinacija monetarne i fiskalne politike kao instrument podsticanja privrednog rasta**

Savremena monetarna i fiskalna politika, u okviru ekonomske politike razvoja, predstavljaju ključne mehanizme za postizanje postavljenog makroekonomskog cilja u svakoj tržišnoj privredi. Ekonomska teorija je dokazala da pokušaji implementacije razvojne monetarne politike, koji nijesu bili praćeni primjenom instrumentarijuma koji stoji na raspolaganju i fiskalnoj politici, ne daju očekivane rezultate, s pristojnom mogućnošću stvaranja kontraefekata, i obrnuto.

Nekadašnje teorijske rasprave između monetarista i fiskalista o nadmoći jedne nad drugom politikom nijesu više do kraja aktuelne, uzimajući u obzir izvršenu sintezu koja je pokazala da jedna bez druge adekvatno ne mogu djelovati. To ne znači da svaka od ovih politika predstavlja instrumente podsticanja privrednog rasta koji na jednak način djeluju, već da jedna drugu dopunjavaju budući da postoje specifični transmisioni mehanizmi dvije politike, različit instrumentarijum, specifična svojstva, efikasnost i ograničenja njihovog djelovanja, direktni i indirektni efekti, različita dinamika primjene, intenzitet dejstva i slično.

U tom smislu je posebno važno istražiti mehanizme razvojnog djelovanja monetarne i fiskalne politike, instrumente razvojne monetarne i fiskalne politike, domete i ograničavanja razvojnih politika, i u konačnom razvojno usmjerenu monetarnu i fiskalnu politiku i sinhronizaciju i koordinaciju instrumentarijuma pomenutih politika.

---

<sup>76</sup> Detaljnije pogledati: Ashima, 2002; str. 5.

### 2.1.1. Razvojna monetarna politika

Monetarna politika se suočila s revolucionarnim promjenama tokom XX vijeka, u kojem je došlo do napuštanja zlatnog standarda, zatim do razvoja finansijskih tržišta i instrumenata kojima se trguje, česte pojave inflacije, te snažnog tehnološkog i privrednog razvoja uopšte. Ali i velikim padovima ekonomske aktivnosti oličenih u brojnim ekonomskim krizama, što je sve skupa uticalo na mijenjanje pogleda na ulogu države u ekonomiji, a samim tim i na ulogu monetarne politike. S tim u vezi je nakon duge dominacije kvantitativne teorije novca, Keynesova ekonomska teorija iz 30-tih godina XX vijeka okončala njenu dominaciju. Razvila je teoriju preferencije likvidnosti, fokus stavila na tražnju za novcem i kamatnu stopu kao njenu ključnu determinantu koja će praktično zamijeniti i novčanu masu kao target u vođenju monetarne politike, izbacila u prvi plan fiskalnu politiku, pokazala neophodnost upravljanja tražnjom, pri čemu je u zaostavštinu ostavila i tezu da je monetarna politika neefikasna, što se nedvosmisleno može vidjeti u Keynesovim kapitalnim djelima, Radcliffeovom izvještaju, i sličnim tada aktuelnim istraživanjima.<sup>77</sup>

Nakon toga nastupa monetaristička kontrarevolucija tokom 60-tih i 70-tih godina XX vijeka, nastala pod uticajem pojave inflacije, što u prvi plan izbacuje tezu da je inflacija monetarni fenomen, a samim tim i cjenovnu stabilnost kao ključni cilj monetarne politike. To proizilazi iz kapitalnih radova u tom periodu – Friedman i Schwartz (1963), Friedman i Meiselman (1963) i Anderson i Jordan (1968). Međutim, brojna istraživanja poput onih sprovedenih od Andersona i Jordana (1968), Andersona i Carlsona (1970), Brunnera i Meltzera (1968), pokazuju da inflacija ipak nije bila isključiva briga monetarnih vlasti, već da monetarna politika ima snažan kratkoročni, ali zato ne i dugoročan efekat na nivo realnog outputa.

U kontekstu istraživanja razvojne monetarne politike, treba se podsjetiti da je Phillips 1958. godine istraživao vezu između nezaposlenosti i nivoa zarada, a da su dvije godine kasnije Samuleson i Solow dokazali postojanje trade-offa između inflacije i nezaposlenosti. Da bi počev od 70-tih godina XX vijeka nalazi ovih istraživanja bili izloženi oštroj kritici, što je rezultiralo time da se pomenuti dugoročni trade-off u podacima nakon 1970. godine praktično nije mogao dokazati.<sup>78</sup>

Pretpostavke modela nove klasične makroekonomije zasnovane na revoluciji racionalnih očekivanja i savršenom funkcionisanju tržišnog mehanizma, razvojnu monetarnu politiku su učinile neefikasnom, s obzirom da se monetarnom politikom ne može uticati na output niti na kratak niti na dugi rok, na čemu su tadašnja brojna istraživanja insistirala – Sargent i Wallace (1975), Fischer (1977), Taylor (1980), Calvo (1983). Zbog činjenice da po njima postoji tzv. superneutralnost novca, oni zagovaraju tezu o neefikasnosti razvojne monetarne politike jer nije unaprijed prihvaćena od javnosti, što je preduslov za njenu uspješnost. Zbog toga se monetarna politika ne bi trebala koristiti kao instrument za stimulisanje privrednog rasta, budući da bi zbog njihove pretpostavke o vertikalnoj Phillipsovoj krivoj, kako u kratkom tako i u dugom roku, svaka ekspanzivna monetarna politika izazvala samo rast cijena, bez ikakvog uticaja na output (grafik 20).

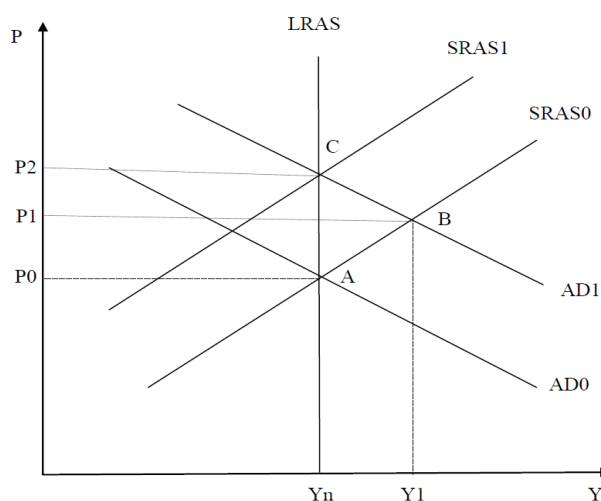
---

<sup>77</sup> Za detaljnije informacije o ograničenoj ulozi monetarne politike pogledati: Radcliffe, 1959; str. 135.

<sup>78</sup> Za detaljnije informacije pogledati: Mahadeva i Sterne, 2000; str. 10.

Na prethodnoj pretpostavci karakterističnoj za novu klasičnu makroekonomiju nastaje teorijska građa modela vezanih za razvojnu monetarnu politiku novih kejnzijanaca, koji su prihvatili racionalna očekivanja, ali u sistemu tržišnih rigidnosti i nesavršenosti. Ovaj ekonomski pravac prepoznatljiv po primjeni mikorekonomskih osnova u makroekonomiji odbacuje pretpostavku o monetarnoj neutralnosti, otvarajući prostor za razvojnu monetarnu politiku, na koju svakako utiču racionalna očekivanja, ali ne u tolikoj mjeri da u potpunosti neutrališu njen efekat na autput. Zbog toga je u prethodnom poglavlju ovog istraživanja i konstatovano da se modeli zasnovani na učenju novih kejnzijanaca nalaze između tradicionalnog Keynesovog modela i modela novih kejnzijanaca.

Grafik 20: Efekti razvojne monetarne politike i nova klasična makroekonomija



S druge strane, zagovornici ovog pravca u principu preferiraju korišćenje pravila, naročito kod vođenja monetarne politike definisanih od strane Taylora,<sup>79</sup> koje predstavlja pravilo tzv. „povratne sprege“ oslonjeno na kratkoročnu kamatnu stopu koja se mijenja shodno odstupanju inflacije od ciljane stope, kao i u zavisnosti od stvarnog dohotka od potencijalno mogućeg. Na ovaj način se, u skladu s kejnzijanskom neneutralnošću novca, zapravo sugerije da se monetarna politika može koristiti u cilju podsticaja privredne aktivnosti, sve dok ekonomija ne dospije u stanje zamke nelikvidnosti, kada monetarna politika postaje neefikasna.

Za razliku od koncepta monetarne politike zasnovane na ciljanoj kamatnoj stopi kao načinu da se privredna aktivnost podstiče ili ograničava, teorijske postavke Austrijske ekonomske škole i njihovog najznačajnijeg predstavnika Hayeka govore o tome da obaranje kamatne stope ispod nivoa karakterističnog za prirodnu stopu od strane nosilaca monetarne politike dovodi do povećanog investiranja. Povećano investiranje nije praćeno i većom štednjom, što po njima u konačnom dovodi do kontraefekta oličenog u krizi i padu ekonomske aktivnosti. Riječju, kriza je neminovna posljedica

<sup>79</sup> Pravila u vođenju monetarne politike je definisao Taylor, predstavnik novih kejnzijanaca, u radu: Taylor, 1993.



monetarne ekspanzije. Zato Cochran i Glahe (1994, str. 69-94) zaključuju da aktivna monetarna politika može da izazove veću nestabilnost u privredi, a ne veću stabilnost.

Uprkos stavovima Austrijanaca, posljednje decenije su karakteristične po korišćenju razvojne monetarne politike, odnosno po odbacivanju targetiranja monetarnih agregata koje su zagovarali monetaristi, i po okretanju kratkoročnim kamatnim stopama koje se u skladu s Taylorovim pravilom mijenjaju u zavisnosti od odstupanja inflacije od ciljane stope, kao i u zavisnosti od odstupanja dohotka od potencijalnog, što je bilo posebno karakteristično za američke Federalne rezerve. Zato Ceccheti (2000, str. 45-59) ispravno zaključuje da ovakva strategija monetarne politike ukazuje da se strategija koristi kao instrument smanjivanja cikličnih fluktuacija, odnosno da se vodi računa o cjenovnoj stabilnosti i o odstupanju dohotka od njegovog prirodnog nivoa. Ovo se posebno odnosi na period nakon nastanka Velike ekonomske krize 2007. godine, kada je otvoren prostor za povratak podsticanju privredne aktivnosti kao jednom od ciljeva o kojem monetarna politika vodi računa, što je jedna od značajnijih novina. Stoga Rochon i Lang (2012) primjećuju da je od izbijanja Velike ekonomske krize prisutna pojava vezana za povratak interesovanja za postkejnzijsku analizu, s obzirom da je najnovija kriza potvrdila njenu relevantnost.

S druge strane, kada je riječ konkretno o vezi između monetarne politike i privrednog rasta, oslanjajući se na prethodno pomenute teorijske pristupe ovoj problematici, novija istraživanja u principu potvrđuju pozitivnu vezu i postojanje međuzavisnosti ponude novca i ekonomskog rasta. Tako Javed i Sahinos (2005) istražujući ovu problematiku na bazi vremenskih serija u periodu od 1992. do 2003. godine o kretanjima BND i ponude novca, zaključuju da postoji dvosmjerna međuzavisnost između ponude novca i privrednog rasta. Do sličnih zaključaka dolaze Ali i Irum (2008) koristeći vremenske serije od 1990. do 2007. godine u južnoazijskim državama, oslanjajući se modele autoregresivne distribucije kašnjenja (ARDL modeli). Na osnovu toga se ukazuje da postoji značajan pozitivan efekat ponude novca na ekonomski rast, i u kratkom i u dugom roku, isticanjem da je razvojna monetarna politika efikasnija od razvojne fiskalne politike u ovim zemljama. Ispitujući vezu između monetarnog agregata M2 i ekonomskog rasta, na osnovu podataka u intervalu od 1977. do 2007. godine, Mohammad, Wasti, Lal i Hussain (2009) zaključuju da pomenuti agregat ima značajan pozitivan efekat na ekonomski rast u dugom roku. Ogunmuyiwa i Ekone (2010) takođe sugerišu da postoji pozitivna korelacija između privrednog rasta i ponude novca.

### **2.1.2. Transmisioni mehanizam monetarne politke**

Lako je zaključiti da je preovlađujuće mišljenje da monetarna politika može biti značajan instrument za podsticanje privredne aktivnosti odnosno da može uticati na smjer realne ekonomije, za šta svakako postoje brojna teorijska i empirijska istraživanja, koja su dijelom i prethodno prikazana. Ipak, nešto teže je u literaturi doći do zajedničkog stava o tome kako funkcioniše monetarni transmisioni mehanizam, odnosno kako monetarna politika u suštini vrši taj uticaj na promjenu outputa.

Razumijevanje mehanizma putem kojeg monetarna politika utiče na realne ekonomske varijable i inflaciju od posebnog je značaja za procjenjivanje uloge monetarne politike u određenom vremenskom periodu. To je s druge strane značajno

iz razloga što nosioci monetarne politike moraju imati saznanje o efektima pojedinih instrumenata i vremenu u kojem ostvaruju uticaj na krajnje ciljeve, kako bi adekvatno dizajnirali i procijenili koji je instrument optimalan u određenom vremenskom periodu. S tim u vezi je potrebno naglasiti da, kako se u posljednjim decenijama dramatično mijenjao način funkcionisanja finansijskih tržišta i instrumenti koji su korišćeni, tako se mijenjela i uloga monetarne politike, a samim tim i njen transmisioni mehanizam.

Tradicionalni kejnzijanski pristup monetarnoj transmisiji je polazio od pretpostavke da ponuda novca utiče na kamatne stope, da kamatne stope utiču na investicije, koje determinišu output i agregatnu potrošnju. Suprotno od njih, monetaristi se nijesu bavili konkretnim putevima kojima monetarna politika ostvaruje krajnji uticaj na output, već su analizirali vezu između monetarnih kretanja i bruto domaćeg proizvoda. Poslije monetarističke kontrarevolucije nastale 70-tih godina XX vijeka, podržavaoci Keynesove teorije putem strukturnih modela nastoje da objasne kanale monetarne transmisije, dok monetaristi koriste sofisticiranije modele za objašnjavanje uticaja monetarne politike na krajnje ciljeve.

Kanali transmisije, prikazani u tabeli (2), mogu biti kategorizovani u dva osnovna tipa, neoklasične kanale koji funkcionišu pod pretpostavkom savršenih finansijskih tržišta, i neneoklasične kanale koji podrazumijevaju nesavršena finansijska tržišta, koja se obično nazivaju kreditnim pogledom (Boivin, Kiley i Mishkin, 2010, str. 7).

Tabela 2: Kanali transmisije monetarne politike

Kanal	Opis	Inkorporiranje u model
<i>Neoklasični kanali</i>		
<b>Kamatna stopa / cijena kapitala / Tobinov <math>q</math><sup>80</sup></b>	Promjene kratkoročnih kamatnih stopa utiču na trošak kapitala za potrošače i investitore	Standardan u modelima (poput MPS ili FRB/US modele) i DSGE modelima
<b>Efekat bogatstva</b>	Promjene kratkoročnih kamatnih stopa utiču na sniženje sadašnje vrijednosti, i/ili Tobinov $q$ za različite tipove imovine, i ove promjene tržišne vrijednosti imovine utiču na promjene potrošnje	Standardan u mnogim modelima (MPS ili FRB/US <sup>81</sup> ). Standardan u DSGE modelima, ali ne odvojeno od intertemporalnog efekta supstitucije
<b>Intertemporalna supstitucija</b>	Promjene kratkoročnih kamatnih stopa utiču na nagib profila potrošnje	Odsustvo iz tradicionalnih modela. Standardan u DSGE modelima, ali ne odvojen od efekat dohotka

Nastavak tabele na strani 85.

<sup>80</sup> Tobin definiše  $q$  kao tržišnu vrijednost preduzeća podijeljenu sa troškovima zamjene kapitala.

<sup>81</sup> Fair, R. C. (2004). *Estimating How the Macroeconomy Works*. Harvard University Press.

Nastavak tabele sa strane 84.

<b>Efekat deviznog kursa</b>	Promjene kratkoročnih kamatnih stopa utiču na promjene deviznog kursa kroz nepokriveni kamatni paritet i/ili portfolio bilansni efekat	Standardan u mnogim modelima. Inkorporiran u međunarodne DSGE modele <sup>82</sup>
<i>Neneoklasični kanali</i>		
<b>Efekat na ponudu kredita kroz državnu intervenciju na kreditnim tržištima</b>	Restrikcije finansijskih institucija (npr. limitiranje pasivne kamatne stope, restrikcije kredita) utiču na potrošnju	Empirijski uključen u određenim periodima u niz modela (npr. MPS model)
<b>Bankarski kanali</b> a) bankarski kreditni kanal b) kanal bankarskog kapitala	Banke igraju posebnu ulogu u rješavanju problema asimetričnih informacija. Tako smanjenje kreditnog potencijala banke utiče na potrošnju	Nije direktno uključen u većinu velikih modela ili DSGE modele
<b>Kanali bilansa stanja</b>	Promjene u neto vrijednosti povezane s efektima cijene imovine ili monetarnim akcijama utiču na spoljašnje finansiranje firmi i domaćinstava	Nije direktno uključen u većinu masovnih modela. Sve više se upotrebljava u DSGE modele

Izvor: Boivin, Kiley i Mishkin. 2010; str. 7.

Prva grupa tzv. tradicionalnih kanala transmisionog mehanizma monetarne politike, koji dijele na one koji direktno pogađaju investicije, potrošnju i međunarodnu trgovinu, nastala je na osnovu bazičnih modela potrošnje, investicija i međunarodne trgovine sredinom XX vijeka, na osnovu brojnih sprovedenih istraživanja – Jorgensen (1963), Tobin (1969), Brumberg i Modigliani (1954), Ando i Modigliani (1963), Friedman (1957), Mundell (1963), Fleming (1962), i drugi. Pri tom se za kanale koji direktno pogađaju investicije uzima kao ključan klasičan kanal kamatne stope, kao i Tobinov  $q$  kanal, za potrošnju kanal efekta bogatstva i intertemporalni efekat supsticije, dok se za trgovnu koristi efekat bilansa stanja.

Neneoklasični kanali transmisionog mehanizma, koji podrazumijevaju postojanje nesavršenosti na kreditnom tržištu (zbog čega se ovaj pristup zove i tzv. kreditni pogled), obuhvataju efekat na ponudu kredita kroz državnu intervenciju na kreditnom tržištu, bankarske kanale i kanale bilansa stanja. S tim u vezi, iako nijesu našli direktnu primjenu u masovnim modelima, kao ni u DSGE modelima, bankarski kreditni kanal i kanal bankarskog kapitala su imali važnu ulogu posljednjih kriznih

<sup>82</sup> Christopher J.E., Guerrieri, L. i Gust, G. (2006). SIGMA: A New Open Economy Model for Policy Analysis. International Journal of Central Banking. International Journal of Central Banking. Vol. 2(1).

godina u sprovođenju monetarne politike. Posebnu važnost ovih kanala su naglašavali Mishkin (2008) i Wessel (2009), zbog čega se u skorije vrijeme nastoje inkorporirati u glavne modele u analizi monetarne politike. Naime, kako primjećuje Mbemba (2012), aktualna Velika ekonomska kriza je istakla izazove pred kojima se monetarna politika u globalizovanom finansijskom sistemu nalazi, i naglasila značaj kreditnih kanala kao dodatnih kanala u eksternim šokovima.

Na osnovu prethodnog, Jean, Kiley i Mishkin (2010) s pravom zaključuju da se tokom vremena mijenjao pogled na transmisioni mehanizam monetarne politike, odnosno na pojedine kanale putem kojih se uticaj monetarne politike na krajnje njene ciljeve objašnjava, i to ponajviše zbog strukturnih pomjena koje se dešavaju u ekonomiji odnosno na kreditnim tržištima, kao i zbog međuzavisnosti nastale na osnovu akcija monetarne politike i načina na koji se formiraju očekivanja. Kada je riječ o promjenama nastalim na kreditnim tržištima, ključni faktori koji su uticali na njihovu promjenu vezuju se za liberalizaciju ovih tržišta nastalu nakon 1980-tih godina, kao i korišćenje informacione tehnologije koja je povećala efikasnost i omogućila većem broju finansijskih institucija da se angažuju u davanju kredita.

Ipak, i pored permanentnih promjena koje se dešavaju kod transmisionog mehanizma monetarne politike, pomenuta grupa autora takođe zaključuje da neoklasični kanali – efekat kamatne stope na investicionu potrošnju, bogatstvo i intertemporalni efekat supstitucije na potrošnju, kao i efekat trgovine kroz devizni kurs, ostaju ključni kanali za makroekonomsko modeliranje. S druge strane, uloga neneoklasičnih kanala u razumijevanju ekonomskih fluktuacija i monetarne politike još uvijek nije do kraja istražena, zbog čega je teško specificirati relevantni mehanizam i pronaći njihovu adekvatnu empirijsku potvrdu.

### **2.1.3. Efikasnost razvojne fiskalne politike**

Razvojna fiskalna politika s brojnim instrumentima i mjerama regulacije koji nosiocima ove politike stoje na raspolaganju, predstavlja značajan mehanizam za podsticanje privrednog rasta, zbog čega je tzv. efekat stimulacije konstatno privlačio pažnju brojnih teorijskih i empirijskih istraživanja nakon kejnzijanske revolucije 30-tih godina XX vijeka. Međutim, i pored činjenice da veza između fiskalne politike i autputa permanentno privlači pažnju, u ekonomskoj teoriji još uvijek nije postignuta saglasnost o osnovnim teorijskim efektima fiskalne politike, pa samim tim ni i o prethodno pomenutom efektu stimulacije, kao ni oko interpretacije bogate empirijske građe koja je u vezi s tim nastala. Teorijsko objašnjenje uticaja fiskalne politike na stimulaciju ekonomske aktivnosti zavisi od modela koji je uzet u razmatranje, a koji zavisi od teorijskog pravca na osnovu kojeg je izrađen. Empirijski pristup, koji je s druge strane zasnovan na VAR modelima, pokušava da izvrši evaluaciju fiskalnog multiplikatora.

Aktuelna Velika ekonomska kriza ponovo je aktuelizovala pitanje dometa razvojne fiskalne politike, i to kako u smislu intenziteta uticaja na autput, tako i u smislu roka na koji se taj uticaj manifestuje. Kriza je učinila aktuelnim i istraživanja o tome da li fiskalna politika ostvaruje efekat na dohodak samo u kratkom roku, ili su posljedice njenog djelovanja dugoročne. Shodno tome, prema kejnzijanskom pristupu, diskreciona fiskalna politika ostvaruje direktan efekat na dohodak pod pretpostavkom

rigidnih cijena i ograničene likvidnosti firmi i domaćinstava. Efekti diskrecione fiskalne politike na privredni rast se najlakše objašnjavaju putem standardnog IS–LM modela, kod kojeg se ekspanzivnom fiskalnom politikom utiče na povećanje agregatne tražnje koja utiče na pomjeranje IS krive, te stvaranje nove ravnoteže koja se postiže na većem nivou dohotka.

Monetaristička ekonomska misao, za razliku od kejnzijanskog pristupa, razvojnoj fiskalnoj politici ne pridaje značaj zbog njihove posvećenosti krajnjem cilju ekonomske politike u vidu stabilnosti cijena. Zato ukupna, pa samim tim i razvojno orijentisana fiskalna politika, ne samo da ima sporedan značaj, već se uopšte ne preporučuje. Politiku uravnoteženog budžeta smatraju optimalnom politikom, a odbacuju diskrecionu politiku i korišćenje deficitarnog finansiranja zbog pretpostavke da bi ono više uticalo na povećanje kamatnih stopa a manje na porast dohotka.

Nova klasična ekonomija insistira na malom efektu fiskalnih šokova zbog čega ne pridaju značaj razvojnoj fiskalnoj politici, s obzirom da po njima promjene agregatne tražnje u maloj mjeri utiču na nivo dohotka. Shodno Ricardovoj ekvivalenciji, povećanje javne potrošnje, finansirane kreditima ili porezima, ne utiče na potrošnju i BDP. Zato i ne čudi što se prema ovom ekonomskom pravcu visina fiskalnog multiplikatora kreće oko nule.

Ekonomija ponude posvećuje pažnju fiskalnoj politici, ali je ne smatra pogodnim instrumentom za podsticanje tražnje i stimulisanje privredne aktivnosti. Fiskalna politika je instrument koji treba da podstakne proizvodnju putem snižavanja poreskih stopa u funkciji povećanja stopa štednje i podsticanja investicija, što bi se u konačnom trebalo odraziti i na privredni rast.

Pristup novih kejnzijanaca podrazumijeva da fiskalna politika ostvaruje manji uticaj na privredu, s obzirom da ekspanzivna fiskalna politika generiše inflaciona očekivanja, usljed čega će diskreciona fiskalna politika uticati na ekonomiju na kratak rok i u malom obimu. Uspjeh razvojno usmjerene fiskalne politike vezuju za korišćenje pravila prije nego za diskrecionu politiku, insistirajući takođe na instrumentima fiskalne politike koji podrazumijevaju korišćenje produktivne javne potrošnje u smislu rashoda za obrazovanje, razvoj, investicione potrošnje i slično, kao i poreza koji se odnose na kapital.

Kako u osnovi postoje dva tipa intervencija od strane fiskalne politike – promjene javne potrošnje (javna potrošnja i javne investicije) i promjene neto poreza (porezi minus transferi), u tabeli (3) je prikazan sumarni efekat javne potrošnje na ključne makroekonomske varijable – dohodak (Y), potrošnju (C), ponudu radne snage (Ls), tražnju za radnom snagom (Ld), realne zarade (w), i nezaposlenost (L):<sup>83</sup>

---

<sup>83</sup> Pogledati: Giuseppe, 2009.

Tabela 3: Pretpostavljeni teorijski efekat povećanja javne potrošnje

	Ls	Ld	L	Y	w	C
Standardan neoklasični model	↑	=	↑	↑	↓	↓
Obogaćeni neoklasični model	↑	=	↑	↑	?	↑
Standardan novi kejnzijanski model	↑	↑	↑	↑	↑	?
Obogaćeni novi kejnzijanski model	↑	↑	↑	↑	↑	↑

Teorijski pristup efikasnosti razvojne fiskalne politike podrazumijeva analizu nekoliko elemenata. Radulesku (2011) na primjer ističe dva ključna koja moraju biti uzeta u razmatranje – prvi je vezan za prirodu fiskalnih stimulansa, dok se drugi odnosi na debatu vezanu za fiskalni prostor. Kada je o fiskalnim stimulansima riječ, potrebno je detaljno analizirati nekoliko opcija koje nosiocima fiskalne politike stoje na raspolaganju, a koje se odnose na izbor između poreskih podsticaja i javne potrošnje, kao i alokacije potrošnje unutar postojećih tekućih i kapitalnih izdataka. Na primjer, poreska politika koja je usmjerena na podsticanje novog zapošljavanja ili pak stimulisanje novih privatnih investicija, kao i produktivna javna potrošnja usmjerena na istraživanje i razvoj i infrastrukturu, može uticati na poboljšanje performansi jedne ekonomije i njenog dugoročnog potencijalnog outputa.

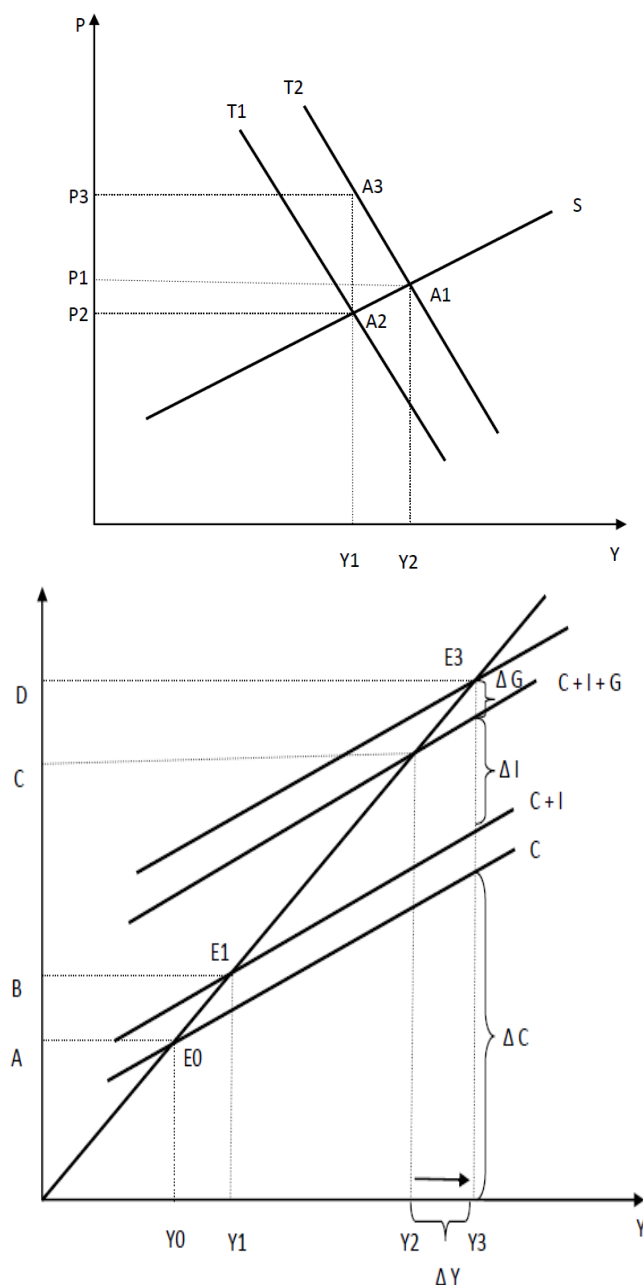
Sastavni dio analize o efikasnosti razvojne fiskalne politike mora biti i analiza posvećena fiskalnom prostoru, budući da je evidentno da ekspanzivna fiskalna politika jeste značajan instrument za podsticanje privredne aktivnosti. Shodno tome, potrebna je pažljiva evaluacija fiskalnog prostora i raspoloživih izvora finansiranja s obzirom na praksu da mnoge zemlje ne raspolažu dovoljnim nivoom resursa potrebnih za pokriće fiskalnih stimulansa koji su posebno važni u uslovima krize.

Za istraživanje efekata fiskalne politike na privredni rast, Sefdari et al. (2011) preporučuju da je na početku potrebno instrumente koji stoje na raspolaganju fiskalnoj politici adekvatno klasifikovati, a nakon toga izdvojeno za svaki od njih istražiti njihov pojedinačan uticaj na privredni rast. Moguće ih je klasifikovati u tri grupe – poreze, javnu potrošnju i budžetsku politiku, budući da svaki od ova tri segmenta utiče na ekonomsku aktivnost na mnoštvo različitih načina.

Opšte je poznato da mjere u oblasti poreske politike, kako kod poreskog zahvatanja tako i kod poreskih podsticaja, utiču na izmjenu privredne strukture i ponašanje ukupne privredne dinamike, i to posebno u razvijenijim privrednim sistemima, ali i u onima s većim stepenom monetizacije. Tako država poreskom politikom može ostvariti uticaj na nacionalni dohodak, čiji intenzitet će zavisiti od nekoliko faktora, od kojih se mogu izdvojiti oni koji zavise od toga da li će se sredstva trošiti ili zadržati u budžetu, u kojem pravcu će se usmjeravati, kada će se trošiti i o kakvoj vrsti poreza je riječ.

Standardno teorijsko objašnjenje uticaja promjene visine poreza na autput, kao i uticaja promjene javnih rashoda uz datu kamatnu stopu i ostvarivanje efekta na IS krivu u zavisnosti od multiplikatora javnih rashoda i sklonosti potrošnji, može se vidjeti na grafiku (21):

Grafik 21: Uticaj promjene poreza i javnih rashoda na dohodak



S druge strane, budući da je savremena ekonomska teorija odbacila stav klasičara o neophodnosti vođenja politike uravnoteženog budžeta, budžetska politika postaje važan instrument za podsticanje privrednog rasta, odnosno usmjeravanje tokova privredne aktivnosti. Uobičajen prikaz budžetske strategije u zavisnosti od ciljeva koji su pred nosioce ekonomske politike postavljeni, kao i potencijalnih mogućnosti koje im stoje na raspolaganju, svojevremeno je analizirao Musgrave (1973), što je prikazano u tabeli (4):

Tabela 4: Mogućnosti budžetske politike, instrumenti i efekti

	Parametri	Tip	Budžetsko stanje	Promjene dohotka
Porast G	Brži porast G od Te	Ekspanzija	Deficit (ravnoteža)	$\Delta Y = \frac{1}{1-c} (\Delta T \times \Delta Te)$
	Identičan porast G i Te	Alternativno ekspanzivna	Uravnoteženje	$\Delta Y = \frac{1}{1-c} \Delta G$
Porast Te	Brži porast T od G ( $\Delta Te > \Delta G$ )	Restriktivna	Suficit (smanjenje deficita) ili uvećanje suficita	$\Delta Y = \frac{1}{1-c} (\Delta G - \Delta Te)$
	Istovremeno G i Te ( $\Delta Te > \Delta G$ )	Alternativno uravnotežavajuća	Uravnoteženost	$\Delta Y = \frac{1}{1-c} (\Delta G - \Delta G)$
Smanjenje G	Brži porast G od Te ( $\Delta Te > \Delta G$ )	Ekspanzivna	Porast deficita ili smanjenje suficita	$\Delta Y = \frac{1}{1-c} (\Delta Te - \Delta Te)$
Smanjenje T	Brži pad Te od G	Alternativno ekspanzivna	Smanjenje deficitnog finansiranja	$\Delta Y = \frac{1}{1-c} (\Delta Te - \Delta G)$
Porast G	Brži porast G od Te	Sinhronizovana	Deficit	$\Delta Y = \frac{1}{1-c} (\Delta G - c\Delta Te)$
Smanjenje G povećanje Te	Brže smanjenje G od T	Sinhronizovana	Suficit	$\Delta Y = \frac{1}{1-c} (\Delta G - c\Delta Te)$

Zapravo, razvojna fiskalna politika ostvaruje uticaj na dohodak korišćenjem instrumenata fiskalne politke, od kojih su osnovni budžetska potrošnja (G), autonomni porezi (Ta), transferi (Tr) i poreska stopa (t). Stoga se mjera uticaja svake od ovih instrumentalnih varijabli izražava preko multiplikatora fiskalne politike, koji se u zbirnoj formi mogu prikazati tabelom (5):



Tabela 5: Multiplikatori fiskalne politike

	Parametri	Multiplikator	Uticaj na dohodak
Multiplikator budžetske potrošnje	$\Delta G$	$\frac{1}{1 - \beta + \beta t}$	$\Delta Y = \Delta G \times \frac{1}{1 - \beta + \beta t}$
Multiplikator autonomnih poreza	$\Delta T$	$\frac{-\beta}{1 - \beta + \beta t}$	$\Delta Y = \Delta T \times \frac{1}{1 - \beta + \beta t}$
Multiplikator poreskih stopa	$\Delta \%t$	$\frac{-\beta}{1 - \beta + \beta t}$	$\Delta Y = \frac{-\beta}{1 - \beta + \beta t} \times Y$
Multiplikator transfera	$\Delta Tr$	$\frac{\beta}{1 - \beta + \beta t}$	$\Delta Y = \Delta Tr \times \frac{\beta}{1 - \beta + \beta t}$
Multiplikator budžetskog deficita	$\Delta G > \Delta T$	$\frac{(1 - \beta + \beta t) - t}{1 - \beta + \beta t}$	$\Delta Y = \frac{(1 - \beta + \beta t) - t}{1 - \beta + \beta t} \times \Delta D$

Ipak, za potpunu analizu efekata fiskalne politike na privredni rast, osim teorijskih, neophodno je konsultovati i relevantna empirijska istraživanja, u cilju identifikacije efekta korišćenja pojedinih instrumenata fiskalne politike u pomenutu svrhu. U tom smislu, u osnovi postoje dvije empirijske metodologije – narativna metodologija i metodologija zasnovana na strukturnim vektorskim autoregresivnim modelima, ili tzv. SVAR modelima (Perotti, 2007).

Ukoliko se shodno tome uzmu u razmatranje VAR modeli koji omogućavaju analizu različitih parova indikatora fiskalne politike i njihov uticaj na privredni rast, grupa autora Flu, Taylor i Yücel (2003) je na osnovu analize podataka iz perioda 1983-2002. godine, došla do sljedećih zaključaka:

- Snižavanje poreza uvijek ima ekspanzivan karakter (stimulativno djeluje na BDP);
- Povećanje javne potrošnje uvijek izaziva kontrakciju (destimuliše BDP), što je suprotan zaključak u odnosu na tradicionalni Keynesov pristup;<sup>84</sup>
- Povećanje deficita može imati ekspanzivan i restriktivan karakter, u zavisnosti od toga na koji način se finansira.

Ako primijenimo empirijski pristup za rješavanje pomenutih dilema i konsultujemo novije analize<sup>85</sup> koje su s tim u vezi rađene, dolazimo do saznanja da ne postoje konzistentni zajednički zaključci do kojih su autori došli, iako su manje-više testirali slične varijable. Među razlozima koji bi mogli biti objašnjenje za pomenutu situaciju treba izdvojiti one koji govore o tome da su varijable posmatrane kao cjelina (nije vršena podjela na produktivnu i neproduktivnu potrošnju, distorzivne i nedistorzivne poreze i sl.), prisustvo različitih pristupa i metodologija za mjerenje javnog sektora, i slično.

Otklanjajući pomenute nedostatke, a posebno razdvajajući različite vrste (kategorije) javnih rashoda odnosno javne potrošnje, najnovija istraživanja odnosa između fiskalne politike i BDP ukazuju na sljedeće zaključke:

- Infrastrukturni javni rashodi imaju pozitivan uticaj na privredni rast, stimulativno djelujući na proizvodnju i produktivnost;
- Javni rashodi za javni red i odbranu pozitivno djeluju na privredni rast, budući da doprinose zaštiti svojinskih i imovinskih prava, čime ukupan ambijent postaje sigurniji;
- Javni rashodi koji se odnose na ljudski kapital (rashodi za obrazovanje, zdravstvo, zaštitu životne sredine, kulturu, religiju i sl.) ne utiču značajnije na privredni rast, pri čemu treba izdvojiti rashode za obrazovanje koji znatno stimulativnije djeluju na BDP u odnosu na ostale rashode iz grupe;
- Socijalni javni rashodi ne djeluju značajnije na privredni rast;
- Distorzivni porezi (porezi na dohodak, dobit, i sl.) imaju izražen negativan uticaj na privredni rast;
- Budžetski deficit može imati različit uticaj na privredni rast (Nikos, 2009, str. 13-19).

Takođe, najnovije studije<sup>86</sup> koje se bave međuzavisnošću načina vođenja fiskalne politike i BDP ukazuju da ekspanzivna fiskalna politika podstiče agregatnu tražnju u kratkom roku, ali da je uticaj na BDP različit u zavisnosti od vrste instrumenta koji se koristi, i da shodno tome fiskalni multiplikator varira između vrijednosti 0 i 0,6 na nivou godine u zemljama eurozone. Znatno veći kratkoročni multiplikativni efekat na BDP izaziva povećanje javnih rashoda u odnosu na snižavanje poreza. Pri tom, najjači kratkoročni efekat se ostvaruje povećanjem investicionih javnih rashoda dok je efekat

---

<sup>84</sup> Razloge za pomenuti „neočekivani“ zaključak treba u principu tražiti u metodološkim nedostacima samog istraživanja, što je kasnije u tekstu dijelom i objašnjeno.

<sup>85</sup> Pogledati na primjer: Romero-Avila i Strauch (2008), Angelopoulos et al. (2007), Afonso-Alerge (2007), Easterly (2005), Bleaney et al. (2001), Poot (2000).

<sup>86</sup> Pogledati: Furceri i Mourougane, 2010.

transfernih javnih rashoda zanemarljiv. Osim toga, značajniji kratkoročni uticaj na BDP se ostvaruje snižavanjem poreza na plate, nešto niži na potrošnju, a najmanji efekat se ostvaruje smanjenjem poreza na kapital, što se zajedno s istovremenim dugoročnim implikacijama na javni dug može vidjeti u tabeli (6):

Tabela 6: Kratkoročni uticaj na dohodak vs dugoročne implikacije na javni dug

	Rast autputa nakon 2 godine	Javni dug/BDP maksimalno povećanje	Racio (1)/(2)
	%	%	
<b>Povećanje javnih rashoda</b>			
Potrošnja	0,22	1,08	0,2
Investicije	0,32	0,92	0,35
Trasferi	0	1,08	0
<b>Snižavanje poreza</b>			
Plate (zarade)	0,14	0,54	0,25
Kapital	0,06	0,48	0,13
Potrošnja	0,1	0,55	0,19

Napomena: U svim slučajevima se promjene odnose na 1% BDP

Izvor: Furceri i Mourougane, 2010; str. 18.

Splimbergo et al. (2009) je dokazao postojanje multiplikatora javnog duga koji je veći od smanjenja poreza, i to u nivou od 1 do 1,5 za veće države, od 0,5 do 1 za države srednje veličine, i maksimum 0,5 za male otvorene ekonomije. Uz to, visina multiplikatora koji se odnosi na poreze i transfere približno je upola manja od onih koji se odnose na potrošnju, a unutar javne potrošnje, javne investicije imaju nešto veći multiplikator od ostalih oblika javne potrošnje.

Ilzetzki et al. (2009) su istraživali fiskalne multiplikatore za 20 razvijenih država, koristeći se kvartalnim podacima za period 1960-2007. godine, i došli su do sljedećih rezultata:

- Reakcija autputa na povećanje javne potrošnje je manja i povremena u zemljama u razvoju u odnosu na razvijene zemlje;
- Fiskalni multiplikatori su veći u ekonomijama s fiksnim deviznim kursovima (0,2 na kratak rok i 1,5 na dugi rok);
- Za ekonomije s fleksibilnim deviznim kursovima, povećanje javne potrošnje za 1% BDP utiče na promjenu autputa kod kojih je multiplikator neznatno veći od nule kako na kratak, tako i na dugi rok;
- Reakcija BDP na povećanje potrošnje je privremena za ekonomije karakteristične po značajnijem učešću javnog duga u BDP;

- Dugoročni multiplikator javne potrošnje je 0,24 za razvijene zemlje i 0,004 za one s nižim stepenom razvoja.

OECD (2009) je računajući fiskalni multiplikator na međunarodnom nivou za ključne zemlje članice OECD-a, došao do sljedećih rezultata koji su prikazani u tabeli (7):

Tabela 7: Fiskalni multiplikatori u ključnim OECD državama

	Multiplikator javnih investicija	Multiplikator javne potrošnje	Multiplikator transfera	Multiplikator indirektnih poreza	Multiplikator poreza na dohodak
SAD	1,3	1,1	0,9	0,5	0,9
Njemačka	1,2	0,8	0,7	0,4	0,7
Francuska	1,2	1,0	0,8	0,4	0,8
Italija	1,2	1,0	0,8	0,4	0,8
Velika Britanija	1,2	0,9	0,8	0,4	0,8

Izvor: OECD

Studije takođe pokazuju da ekspanzivna fiskalna politika generiše povećanje privatne potrošnje jedino u slučaju postojanja održivog nivoa javnog duga u zemlji, dok u slučaju postojanja kritično visokog nivoa javnog duga može imati čak negativan efekat na privatnu potrošnju. Tako Reinhart i Rogoff (2010) dokazuju da u razvijenim zemljama povećanje javnog duga iznad 90% BDP utiče na opadanje samog BDP za 1%, pri čemu treba imati u vidu da je negativni efekat javnog duga na privredni rast izraženiji u razvijenim državama u odnosu na manje razvijene.

U cilju sagledavanja i dugoročnih efekata korišćenja različitog instrumentarijuma fiskalne politike usmjerenog u pravcu povećanja BDP, mogu se iskoristiti dinamički stohastički modeli opšte ravnoteže (DSGE) za zemlje eurozone,<sup>87</sup> na osnovu kojih se tabelom (8) prikazuju zaključci prisutni u savremenoj literaturi:

<sup>87</sup> Za detaljnije informacije pogledati: Brusselen, 2009; str. 18.

Tabela 8: Procjena multiplikatora na osnovu modela Evropske komisije Quest III  
(eng. European Commission's Quest III model)

	Kratak rok	Dugi rok
Javna potrošnja	0,89	-0,05
Investiciona potrošnja	1,05	0,24
Transferi	0,59	-0,04
Invesicioni poreski kredit	1,66	0,37
Snižavanje poreza na rad (Labour Taxes)	0,6	0
Snižavanje poreza na potrošnju	0,68	-0,04

Izvor: Ratto, Roeger i Janin'tVeld, 2008.

#### 2.1.4. Koordinacija razvojne monetarne i fiskalne politike

Uopšteno rečeno, monetarna i fiskalna politika se smatraju važnim faktorom koji može uticati na promjene nacionalnog dohotka, kako kod razvijenih, tako i kod zemalja u razvoju. Ovo iz razloga što je u ekonomskoj teoriji generalno postignuta saglasnost da implikacije monetarne i fiskalne politike imaju važan uticaj na ekonomsku aktivnost. (Barro, 1991; Barro i Sala – Martin, 1991, Levine, 1999; i drugi). Monetarna i fiskalna politika su povezane s privrednim rastom na način što se adekvatnom primjenom instrumentarijuma u određenom vremenskom periodu i okolnostima može stimulisati privredna aktivnost (Anvar i Sharif, 2010, str. 415).

Savremena tržišna privreda kao neophodnost nameće adekvatno upravljanje opštom tražnjom, odnosno usklađivanje novčanih izdataka s tokovima realne ponude, uz odgovarajuću zaposlenost i nisku i stabilnu inflaciju. Za ostvarivanje tog nimalo jednostavnog cilja neophodno je adekvatno upravljanje monetarnim i kreditnim tokovima s jedne strane, kao i javnim prihodima, javnim rashodima i ostalim instrumentima fiskalne politike s druge strane, odnosno potrebno je korišćenje dva podsistema jedinstvene finansijske politike, što monetarna i fiskalna politika svakako jesu. Treba istaći da je pomenuta koordinacija mjera monetarne i fiskalne politike neophodna kako u kratkom roku (pod uticajem tekuće politike), tako i na strateškom nivou.

S tim u vezi, važno je naglasiti da savremena teorija dokazuje da monetarna politika na unutrašnju ravnotežu i agregatnu tražnju djeluje na direktan način, a na spoljašnju na indirektan, dok fiskalna politika indirektno djeluje na platni bilans a direktno na unutrašnju tražnju. Zbog toga se nameće potreba sinhronizovane akcije od strane nosilaca monetarne i fiskalne politike na internu i eksternu ekonomiju.

Uzimajući u obzir činjenicu da su monetarna i fiskalna politika s jedne strane funkcionalno i institucionalno međuzavisne u mnogim oblastima, savremena država na njih treba gledati kao na neodvojivu cjelinu za adekvatnim upravljanjem globalnom i strukturnom tražnjom, a samim tim i privrednom konjunktrom. Monetarna i fiskalna politika su instrumenti kojima se jedino na organizovan i

međusobno usklađen i sinhronizovan način može na adekvatan način djelovati na promjenu nivoa potrošnje, na visinu investicija, kao i na unutrašnju tražnju, zaposlenost, cijene i platni bilans. Ta strateška povezanost posebno dolazi do izražaja u slučaju finansiranja budžetskog deficita, upotrebe budžetskog suficita, kao i politike javnog duga.

Kako je suština u formiranju one likvidnosti privrede koja bi bila u funkciji podrške privrednom rastu, ali bez inflatornih i drugih makroekonomskih poremećaja, kombinovana primjena mjera monetarne i fiskalne politike je neophodnost. Jedan od osnovnih razloga za postojanje takvog zahtjeva nalazimo u činjenici da u privredi postoji veoma složena ispreplijetanost između realnih i finansijskih tokova, pa bi zanemarivanje bilo kojeg instrumenta ili mjere iz domena monetarne i fiskalne politike bilo neodgovorno od strane nosilaca ekonomske politike. Umjesto toga, neophodnim se nameće izrada monetarno-fiskalnih modela koji bi trebalo da stabilizuju i optimizuju funkcionisanje privrednog sistema. Ovo posebno nakon najnovijeg iskustva s globalnom ekonomskom krizom, koja je praktično uzdrmala temelje na kojima je ekonomska politika u periodu „velike umjerenosti“ počivala. Ovo se odnosi kako na monetarnu politiku zbog potrebe preispitivanja ciljeva kojima treba težiti i strategije koju pri tom treba koristiti, tako i na fiskalnu politiku, budući da je globalna ekonomska kriza otvorila i pitanje njene uloge, načina vođenja i prioriteta koje bi pred sobom morala postavljati.

Uzimajući prethodno u obzir, potrebno je naglasiti da osiguranje dovoljne tražnje usmjereno u pravcu dinamiziranja privredne aktivnosti jeste jedan od osnovnih ciljeva kombinovane primjene instrumenata i mjera monetarne i fiskalne politike. Ali ne po svaku cijenu, već vodeći računa o setu makroekonomskih ciljeva, kao i činjenici da osiguranje dovoljne tražnje ne smije izazvati inflatorne efekte. S druge strane, u slučaju recesionih kretanja u privredi, gotovo da je opšte prihvaćen stav da kada u privredi vlada recesija i nezaposlenost, i monetarna i fiskalna politika moraju djelovati ekspanzivno, pri čemu fiskalna politika za razliku od monetarne politike neposredno utiče na tražnju i potrošnju, dok su efekti monetarne politike indirektnog karaktera i sporije ostvaruju uticaj na dohodak, likvidnost, sklonost potrošnji, zaposlenost i cijene.

I pored toga, jedino uspješno sredstvo makroekonomske politike jeste sinhronizacija instrumenata i mjera, jer bez obzira na prednosti, ograničenja, karakter i mehanizama djelovanja ovih politika u rješavanju pojedinačnih ekonomskih problema, niti jedna od njih sama za sebe nije dovoljna da bi ozbezbijedila ostvarivanje osnovnog cilja ekonomske politike, što je prikazano u tabeli (9):

Tabela 9: Koordinacija monetarne i fiskalne politike

Monetarna i fiskalna politika	Interna ekonomija		Eksterna ekonomija	
	Ekspanzija i visoka konjunktura	Depresija i nezaposlenost	Suficit platnog bilansa	Deficit platnog bilansa
<b>Monetarna politika</b>				
<b>Monetarna masa</b>	Sužavanje	Širenje	Oprezno širenje	Kombinovano sužavanje
<b>Kamatna stopa</b>	Povećanje	Sniženje	Sniženje	Povećanje
<b>Bankarski krediti</b>	Smanjenje	Povećanje	Kombinovano	Kombinovano
<b>Rezerve banaka</b>	Povećanje	Smanjenje	Povećanje, smanjenje	Sniženje, povećanje
<b>Devalvacija</b>	-	-	-	Eventualno
<b>Revalvacija</b>	-	-	Eventualno	-
<b>Fiskalna politika</b>				
<b>Porezi i drugi javni prihodi</b>	Povećanje	Smanjenje	Povećanje	Smanjenje
<b>Budžet</b>	Politika suficita	Politika deficita	Suficit	Deficit
<b>Javni rashodi</b>	Sužavanje	Proširenje	Sužavanje	Proširenje
<b>Dug</b>	Sužavanje otplata	Proširenje	Povećanje	Smanjenje
<b>Javni radovi</b>	Sužavanje ili prestanak	Proširenje	-	-

Izvor: Živković i Kožetinac, 2004; str. 609.

## **2.2. Koordinacija monetarne i fiskalne politike kao instrument stabilizacione politike**

### **2.2.1. Antiinflaciona monetarna i fiskalna politika**

Razumijevanje procesa nastanka inflacije, kao jednog od fundamentalnih pitanja svake savremene države, od posebnog je značaja za nosioce monetarne i fiskalne politike. U tom smislu, antiinflaciona politika, kao instrument stabilizacione politike, tokom vremena se najčešće oslanjala na različite teorijske premise, što je vodilo i primjeni različitih modela stabilizacije, od čega je u konačnom zavisio i izbor operativnih mjera stabilizacione strategije. Na različite načine se objašnjavaju dezinflacioni procesi zasnovani na restriktivnoj monetarnoj i fiskalnoj politici usmjernoj u pravcu smanjivanja agregatne tražnje i postizanja antiinflacionih ciljeva.

Tako je u zavisnosti od sadržaja preduzetih mjera u osnovi moguće razlikovati ortodoksne stabilizacione programe, koji akcenat stavljaju na restriktivnoj monetarnoj i fiskalnoj politici i devalvaciji nacionalne valute, kao i monetarističkog stava o proporcionalnosti između kretanja novčane mase i inflacije, i heterodoksne programe koji fundamentalnim mjerama dodaju i politiku dohotka. Heterodoksni programi pretpostavljaju potrebu postojanja čvrste veze između monetarne i fiskalne politike ukoliko niži budžetski deficit slabi pritisak na emisiju novca i smanjuje inflacioni porez koji predstavlja mehanizam za prelivanje dohotka i dugova.

Ipak, do kraja 90-tih godina XX vijeka, monetarna politika je predstavljala ključni instrument stabilizacione politike u mnogim zemljama, što je posebno argumentovano dugim i varijabilnim vremenskim kašnjenjima karakterističnim za fiskalnu politiku, koja često mogu uticati na kontraefekat prethodno preduzetih mjera zbog eventualnih promijenjenih okolnosti nastalih u međuvremenu. Tvrdi monetaristički stavovi poput nalaza Friedmana i Schwartza (1963), koji inflacione tendencije pripisuju pretjeranoj i neujednačenoj monetarnoj ekspanziji proizašoj iz pretpostavke da je inflacija uvijek i svuda monetarni fenomen, vode do toga da nema potrebe za njenom koordinacijom s fiskalnom politikom radi suzbijanja inflacije. Stoga, postoji brojna literatura koja interakciju monetarne i fiskalne politike posmatra kao nekooperativnu igru između vlade i centralne banke, koja nastoji da postignu Pareto efikasnost.

Nasuprot tome, zagovornici fiskalne teorije nivoa cijena (FTPL) – Leeper (1991), Sims (1994), Woodford (1994, 1995) i Cochrane (1998, 2001, 2005), stoje na stanovištu da fiskalna politika, posebno unutrašnji dug, igra važnu ulogu u procesu određivanja nivoa cijena, zbog čega su sva istraživanja u tom pravcu usmjerena na koordinaciju i interakciju monetarne i fiskalne politike. Riječju, pristalice ove teorije dokazuju da su državna politika deficita i budžetskog ograničenja direktno povezane s nivoom cijena.

S tim u vezi, Sargent i Wallace (1981) su primijetili da ukoliko vlada želi da ispoštuje budžetsko ograničenje, akcije monetarnih i fiskalnih vlasti moraju biti sinhrnozovane, budući da bi u suprotnom neodrživa fiskalna politika primorala monetarne vlasti da ispoštuju budžetsko ograničenje, što bi se u konačnom odrazilo na nivo cijena. Na osnovu toga se pojednostavljeno rečeno može zaključiti da fiskalna teorija nivoa cijena predstavlja razradu nekih aspekata analiziranih od strane Sargenta i Wallacea (1981)



gdje fiskalna politika nameće ograničenja monetarnoj politici. Ključna stvar koju su apostrofirale pristalice ove teorije polazi od toga da intertemporalno budžetsko ograničenje i fiskalna politika predstavljaju odlučujuće faktore nivoa cijena. S tim u vezi, razlika između rikardijanskog i nerikardijanskog režima ima važne implikacije na ekonomsku politiku. Tako dobra monetarna politika koja je zasnovana na rikardijanskom režimu jeste neophodan i dovoljan uslov koji garantuje nisku inflaciju, budući da nezavisna centralna banka s jakim institucionalnim opredjeljenjem za stabilnošću cijena bi trebala da natjera nosioce fiskalne politike da vode odgovornu i adekvatnu fiskalnu politiku. Za razliku od tog stanovišta, nerikardijanski režim podrazumijeva da dobra monetarna politika nije dovoljan uslov koji obezbjeđuje nisku inflaciju, osim ako dodatne mjere nijesu uzete u obzir kako bi ograničile slobodu monetarnih vlasti.

Osim prethodno pomenutih teorijskih istraživanja, prisutna su i ona koja imaju mješoviti karakter proizašao iz postkejnzijanske ekonomske teorije, koje su opisali Goleya i Lavoie (2007), dok McCallum i Nelson (2006) analiziraju vezu između teorije cijena i monetarne i fiskalne komponente, nalazeći slučajeve u kojima se pomenute teorije spajaju, kao i one u kojima se razilaze.

Na osnovu prethodnog se može zaključiti da je problem inflacije uzrokovan i monetarnom i fiskalnom politikom, što znači da se promjene bilo koje od ove dvije politike u konačnom moraju odraziti na nivo cijena. S tim u vezi valja podvući da bez obzira na odbojnost većine ekonomista iz predkriznog perioda, kada je riječ o korišćenju diskrecione fiskalne politike u stabilizacione svrhe, savremena literatura u fiskalnoj politici vidi snažan instrument za postizanje cjenovne stabilnosti, za čiju uspješnost je potrebna adekvatna interakcija s monetarnom politikom, što je posebno došlo do izražaja u periodu nakon Velike ekonomske krize koja je ponovo istakla značaj fiskalnog aktivizma.<sup>88</sup>

### **2.2.2. Monetarna i fiskalna politika i unutrašnja ravnoteža**

Postizanje unutrašnje (interne) i spoljašnje (eksterne) ravnoteže jedno je od suštinskih pitanja na koje ekonomska teorija permanentno pokušava da pruži konačan odgovor. S tim u vezi valja napomenuti da je jedan od osnovnih zadataka makroekonomske politike, a posebno monetarne i fiskalne politike, upravo postizanje interne i eksterne ravnoteže. Pri tom se interna ravnoteža postiže punom zaposlenošću bez inflacije dok se eksterna postiže u situaciji kada je bilans plaćanja u ravnoteži i kada nema promjena u deviznom kursu, što nije nimalo lak zadatak budući da je u funkciji postizanja tog cilja neophodno djelovati na dohodak, kamatne stope i bilans plaćanja. Problem postaje potpun ukoliko imamo u vidu pojavu da mjere monetarne i fiskalne politike često imaju suprotno dejstvo na pojedine varijable, tako da je pred kreatorima politike agregatne tražnje, kao praktično jedinog sredstva za postizanje pomenutih ravnoteža, nimalo jednostavan zadatak. Ravnotežu je moguće ostvariti manipulisanjem mjerama monetarne i fiskalne politike, najčešće prikazivanim u IS–LM modelu agregatne tražnje, pri čemu tip politike koju treba voditi i posljedice koje nastaju kao rezultat te politike zavise od oblika privredne neravnoteže.

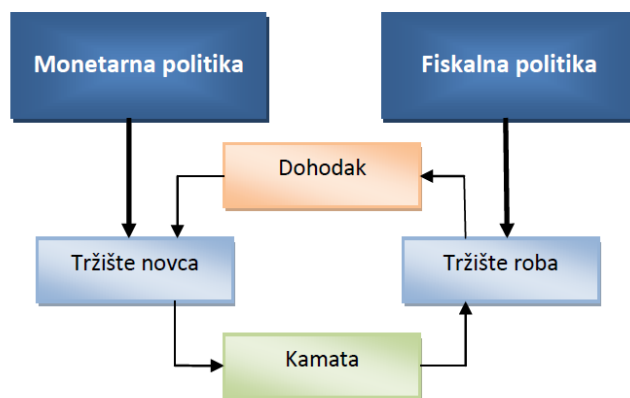
---

<sup>88</sup> S tim u vezi vidjeti: Cagliarini, Christopher i Stevens, 2010.

Pomenuti osnovni model agregatne tražnje, koji pokazuje kako su kamatna stopa i nacionalni dohodak određeni u uslovima fiksnih cijena, sugerirše neophodnost koordinacije monetarne i fiskalne politike na tržištu roba i tržištu novca, prikazanu na način što se na tržištu roba ispituje osjetljivost nacionalnog dohotka na promjene kamatne stope, a na tržištu novca osjetljivost kamatne stope na promjene nacionalnog dohotka. Model je važan za nosioce monetarne i fiskalne politike jer služi kao sredstvo za prikaz kanala uticaja monetarne i fiskalne politike na privredu, a samim tim i u stabilizacione svrhe.

Kako se primjenom monetarne politike povećanjem ponude novca prvo djeluje na kamatu, a nakon toga na agregatnu tražnju i dohodak, dok kod fiskalne politike fiskalna ekspanzija utiče na rast agregatne tražnje, koja izaziva rast dohotka, praćen rastom kamata i efektom istiskivanja, bazično funkcionisanje modela se može predstaviti i grafikom (22):

Grafik 22: Monetarna i fiskalna politika u IS–LM modelu

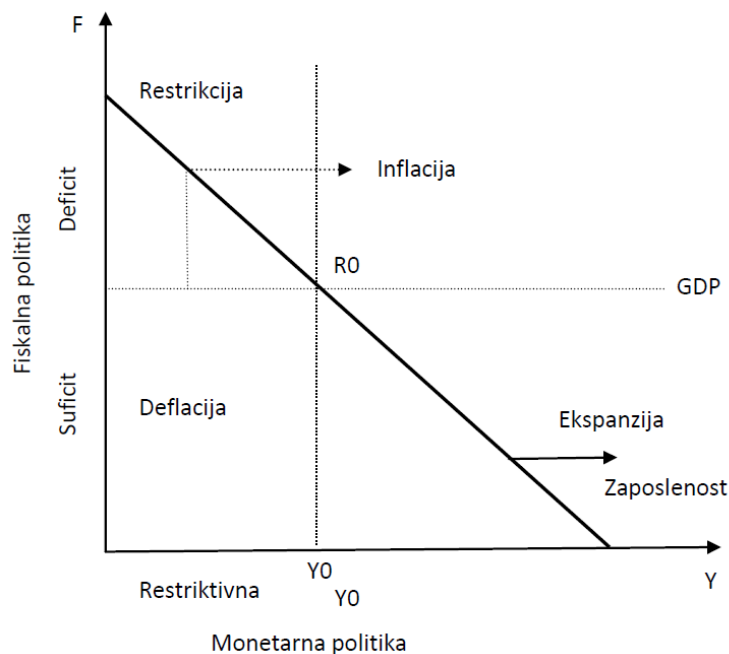


Uzimajući u obzir činjenicu da se u funkciji postizanja bazičnih ciljeva ekonomske politike, a posebno kada je riječ o postizanju interne ravnoteže, može koristiti instrumentarijum i monetarne i fiskalne politike, od kojih svaki od njih ima svojih prednosti nedostataka, potrebno ga je sinhronizovati. Međutim, kako svaki privredni sistem pokazuje različit nivo osjetljivosti na pojedine mjere finansijske politike, usljed različite finansijske strukture, monetizacije privrede i čitavog niza drugih faktora, postavlja se pitanje efikasnosti svake od tih mjera posmatrane u funkciji stabilizacije privrede.

U tom smislu je Mundel (1962a) svojevremeno uspostavio pravilo tradicionalne upotrebe mješovite politike na način što je, pojednostavljeno rečeno, sugerisao korišćenje fiskalne politike za uspostavljanje interne ravnoteže, a monetarne politike za uspostavljanje eksterne ravnoteže. Ovo iz razloga što su brojna teorijska istraživanja potvrdila, a što je grafikom (22) i prikazano, da fiskalna politika djeluje direktno na unutrašnju tražnju i potrošnju, a indirektno na platno–bilansne odnose, dok monetarna politika na internu ravnotežu i agregatnu tražnju ostvaruje indirektan uticaj, a na spoljašnju direktan. Zbog toga bi fiskalnu politiku dominantno trebalo orijentisati ka postizanju unutrašnje, a monetarnu ka postizanju spoljašnje ravnoteže. To se može i grafički potvrditi predstavljanjem modela djelovanja monetarne i

fiskalne politike u uslovima postojanja inflacije, deflacije i recesije, unutar zatvorene privrede, bez postojanja spoljašnje neravnoteže (grafik 23):

Grafik 23: Kombinacija monetarne i fiskalne politike kod inflatorne privrede i pune zaposlenosti



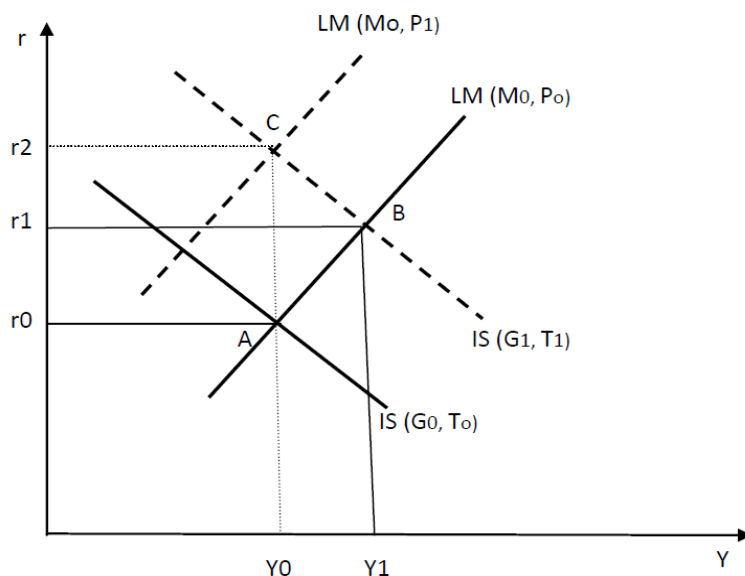
Izvor: Komazec, 2007; str. 904.

Potvrdu prethodne pretpostavke o efikasnijem djelovanju fiskalne politike u dostizanju interne ravnoteže, definisane kroz nastojanje da se ostvari puna zaposlenost uz pretpostavku o stabilnosti cijena, nalazimo i u Keynesovoj interpretaciji IS–LM modela. Ovo na način što se po njima usljed rasta tražnje za likvidnom aktivom, izazvanog ekspanzivnom fiskalnom politikom, ostvaruje manji uticaj na rast kamatne stope i pad investicija, što za posljedicu ima manji efekat istiskivanja. Insistirajući na tzv. zamci likvidnosti i na beskonačnoj kamatnoj elastičnosti tražnje za novcem,<sup>89</sup> izvlače zaključak o neefikasnosti monetarne politike.

Ovo u konačnom znači da dobro odmjerena primjena instrumentarijuma fiskalne politike može uticati na stabilizaciju privredne aktivnosti, odnosno ostvarivanje interne ravnoteže, što je u potpunoj suprotnosti s pretpostavkom zasnovanom na učenju klasičara koji insistiraju na tezi da će rast kamatne stope uticati na smanjenje investicija, te samim tim i na izražen efekat istiskivanja. Pomenuta kontroverza je i prikazana na grafiku (24), gdje se ravnoteža u kejnzijskoj interpretaciji ostvaruje u tački B, a u klasičnoj interpretaciji u tački C, nakon poznatog lanca međuzavisnosti u promjenama pojedinih veličina:

<sup>89</sup> U funkciji tražnje za novcem  $Md/P = f(i, Y)$  i  $Md / P = kY / bi$ , koeficijent  $b$  je u kejnzijskom tumačenju jednak beskonačnosti, za razliku od monetarista kod kojih je  $b = 0$ .

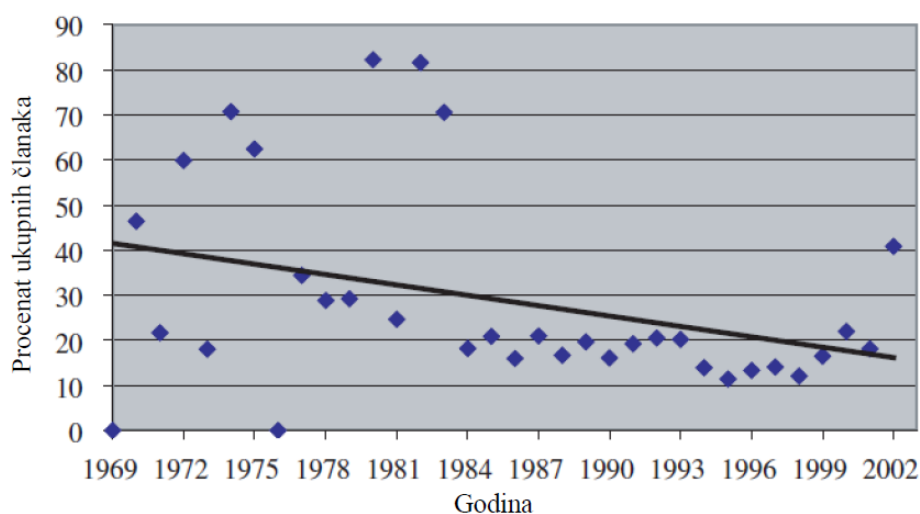
Grafik 24: Ekspanzivna fiskalna politika u IS–LM modelu u kejnzijskoj i klasičnoj interpretaciji



Međutim, bez obzira na činjenicu što IS–LM model može predstavljati solidnu osnovu za analizu interakcije monetarne i fiskalne politike, zbog činjenice da se mjere preuzimaju istovremeno uz različite efekte, model se ipak suočava s brojnim ograničenjima, na šta su ukazala brojna teorijska istraživanja. U tom smislu, za mnoge postkejnzijske ekonomiste, kako to primjećuju Kriesler i Nevile (2002), ključni problem ovog modela je statička priroda ravnoteže. S druge strane, Chick (1996, 1998), Chick i Caserta (1997), i drugi, ukazuju na brojne nedostatke i nedorečenosti modela, a posebno se potencira neprihvatljivost izostavljanja cijena iz modela, odnosno problematizuje se egzogeni karakter cijena. Brojni drugi kritiku usmjeravaju na činjenicu da model tretira samo dva tržišta, izostavljajući takođe važne segmente integralnog tržišta. Takođe se ukazuje na nedorečenost u smislu nedovoljnog preciziranja roka na koji se model odnosi, kao i nedovoljno jasne odrednice o prirodi kamatne stope koju model podrazumijeva – nominalne ili realne. I konačno, njegov ključni nedostatak vezan je za fokus na zatvorenu ekonomiju, što u uslovima globalizacije, deregulacije finansijskih tržišta i pojačane konkurencije, predstavlja njegovo bitno ograničenje.

Vjerovatno da je priličan broj kritika samog modela, od kojih su neke ukratko prethodno prezentirane, a koje su uticale na njegovu ograničenu primjenu, uticale na sve manju zastupljenost u relevantnim ekonomskim istraživanjima u posljednje vrijeme, što potvrđuje grafik (25):

Grafik 25: Relativno pojavljivanje IS–LM modela kao ključne riječi u ekonomskoj literaturi



Izvor: Colaned, 2004; str. 308.

Osim toga, postoji i praksa da se savremena teorijska istraživanja nastoje ukomponovati u okvir IS–LM modela, kao što je slučaj s onim sprovedenim od strane McCalluma i Nelsona (1999), Clarida, Galia i Gertlera (1999) i drugih, međutim čak i u takvim slučajevima fokus je na dinamičkim modelima opšte ravnoteže, a ne na njihov prevod na IS–LM model.

Međutim, kako primjećuje Colaned (2004), i pored prethodno prezentovanih činjenica, IS–LM model ipak drži adekvatno mjesto u savremenoj literaturi, budući da se i danas koristi kao primarni model za razmatranje međuzavisnosti monetarne i fiskalne politike u režimu fiksiranih cijena, dok se mnogo manje pažnje poklanja komponentama IS–LM modela, što je pristup kojeg se danas pridržavaju vodeći makroekonomisti.<sup>90</sup> Ovo je bitno drugačiji pristup od onog prisutnog u ranijoj literaturi, koja je ovaj model koristila mnogo više zbog ideja iza kojih se krije model, i kao sredstvo za prikazivanje ravnoteže na tržištima, poklanjajući posebnu pažnju njenim komponentama.

### 2.2.3. Monetarna i fiskalna politika i spoljašnja ravnoteža

Sušтина upotrebe raznovrsnog instrumentarijuma ekonomskih politika jeste obezbjeđivanje unutrašnje i spoljašnje ravnoteže u jednoj ekonomiji. Pri tom se prva postiže punom zaposlenošću bez inflacije, a druga platno–bilansnom ravnotežom uz nepromijenjeni devizni kurs, koje se u principu ostvaruju adekvatnom politikom agregatne tražnje. Ipak, osnovni instrumenti za postizanje pomenute ravnoteže jesu monetarna i fiskalna politika, koje moraju ostvariti uticaj na dohodak, platni bilans i

<sup>90</sup> Pogledati na primjer: Mankew, 2003.

kamatne stope, i to djelovanjem na domaćim tržištima roba, usluga i tržišta novca, kao i na međunarodnom tržištu kapitala. Model koji se najčešće koristi za sintezu monetarne i fiskalne politike koje se vode u otvorenoj ekonomiji, posebno za male zemlje, a s ciljem stabilizovanja ekonomije, jeste Mundell–Flemingov model.<sup>91</sup> Nastao je na bazi teorijske građe kejnzijanskih makroekonomista, poput Metzlera (1942), Machlupa (1943), Harbergera (1950), Laursen i Metzlera (1950), i Alexandera (1952), koji su razvili modele na osnovu pretpostavki o rigidnim platama i cijenama, nezaposlenosti i ograničene povezanosti između država, što je i logično ukoliko uzmemo u obzir okolnosti i vrijeme o kojem govorimo.

Mundell–Flemingov model kao i njegova upotreba u skorijim istraživanjima (npr. Obstfeld (2001)), prije svega je koristan kao snažan okvir za donošenje odluka vezanih za pravce djelovanja ekonomske politike u zavisnosti od uslova u kojima se ekonomija nalazi. Model inače otklanja jedan od osnovnih nedostataka IS–LM modela primjenjivog samo na zatvorenu ekonomiju, što je u savremenim uslovima bitno ograničenje. On je zapravo verzija IS–LM modela za otvorenu privredu, gdje su cijene fiksne, privreda otvorena, a domaća kamatna stopa jednaka svjetskoj (zbog slobodnog kretanja kapitala i kamatne arbitraže), pa njeno ponašanje zavisi od prihvaćenog deviznog režima.

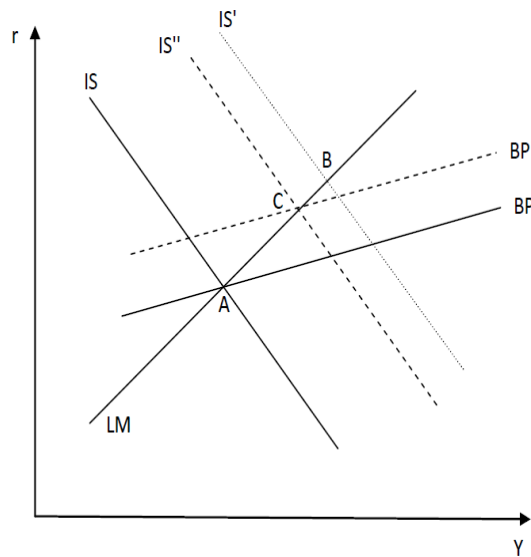
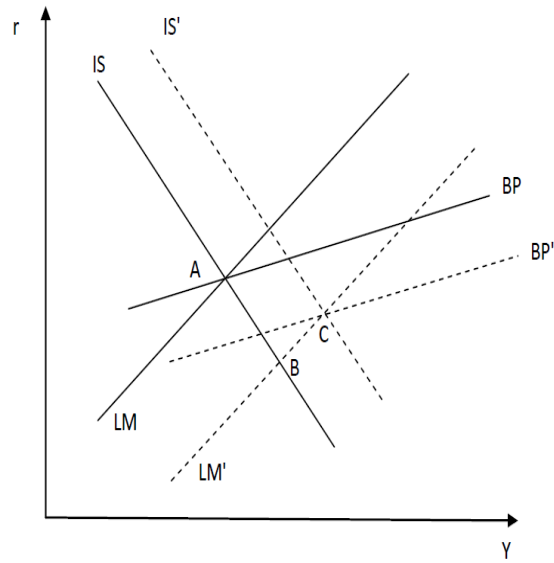
U cilju procjene efikasnosti instrumentarijuma monetarne i fiskalne politike u situaciji otvorene privrede, odnosno analize uticaja politike agregatne tražnje na dohodak u otvorenoj ekonomiji, analiziraju se dva režima deviznog kursa – fiksni i fleksibilni. Na osnovu toga se izvlače konačni zaključci oko efekata monetarne i fiskalne ekspanzije u uslovima pomenuta dva režima deviznog kursa, gdje postoji jednakost između domaće i strane kamatne stope pri nultom saldu platnog bilansa.

Na osnovu grafika (26) se lako može zaključiti da je kod fleksibilnog deviznog kursa efikasnija primjena monetarne politike, budući da monetarna ekspanzija pomjera LM krivu na LM', gdje se u tački B formira unutrašnja ravnoteža, gdje nakon pojave deficita platnog bilansa padaju kamatne stope, što pomjera i IS i BP krivu desno. Nakon toga se u konačnom formira spoljašnja ravnoteža u tački C, što je i krajnji efekat ekspanzivne monetarne politike. Izvlači se zaključak da je monetarna politika u režimu fleksibilnog deviznog kursa veoma efikasan instrument za ostvarivanje uticaja na dohodak. S druge strane, ekspanzivna fiskalna politika u ovom režimu deviznog kursa izaziva pomjeranje IS krive na IS', kao i formiranje ravnoteže u tački B, gdje zbog suficita platnog bilansa rastu kamatne stope, što utiče na pomjeranje IS i BP krive lijevo na nivoe IS'' i BP', kao i formiranja spoljašnje ravnoteže u tački C. Ovo navodi na zaključak o neefikasnosti fiskalne politike u fleksibilnom režimu deviznog kursa.

---

<sup>91</sup> Mundell–Flemingov model je razrađen početkom 60-tih godina kroz teorijska istraživanja – Mundell, 1968; i Fleming, 1962.

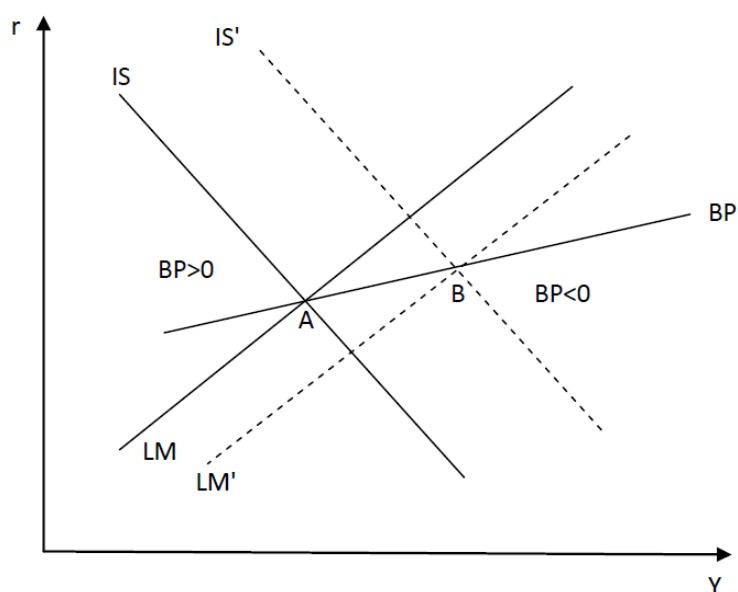
Grafik 26: Mundell–Flemingov model u režimu fleksibilnog deviznog kursa –  
ekspanzivna monetarna i fiskalna politika



Izvor: Gray, 2008; str. 35-36.

Za razliku od režima fleksibilnog deviznog kursa i zaključaka izvedenih za efikasnost monetarne i fiskalne politike, kod primjene fiksnog deviznog kursa se izvodi drugačiji zaključak:

Grafik 27: Mundell–Flemingov model u režimu fiksnog deviznog kursa –  
ekspanzivna monetarna i fiskalna politika



Izvor: Gray, 2008; str. 37.

Na osnovu grafika (27) se, između ostalog, zaključuje da je u režimu fiksnog deviznog kursa monetarna politika neefikasan instrument za uticanje na dohodak, dok s druge strane efikasnost fiskalne politike zavisi od mobilnosti kapitala, gdje je u slučaju velike mobilnosti kapitala fiskalna politika efikasnija u odnosu na slučaj u zatvorenoj ekonomiji, s istim krivim IS i LM, i obrnuto. U suštini, posljedica Mundell–Flemingovog modela je takva da je prisutno tzv. nemoguće trojstvo između fiksnog deviznog kursa, nezavisne monetarne politike i slobodnog kretanja kapitala, budući da je nemoguća implementacija sve tri politike odjednom, zbog međusobne isključivosti. Sumarni uticaj ekspanzivne monetarne i fiskalne politike na dohodak, devizni kurs i platni bilans se može prikazati tabelom (10).

Evidentno je da dinamički pristup o zajedničkoj upotrebi monetarne i fiskalne politike, usmjeren ka postizanja unutrašnje i spoljašnje ravnoteže u uslovima mobilnosti kapitala i fiksnih kamatnih stopa, sugerise, kako je ranije i navedeno, upotrebu monetarne politike za postizanje eksterne, a fiskalne za postizanje interne ravnoteže.



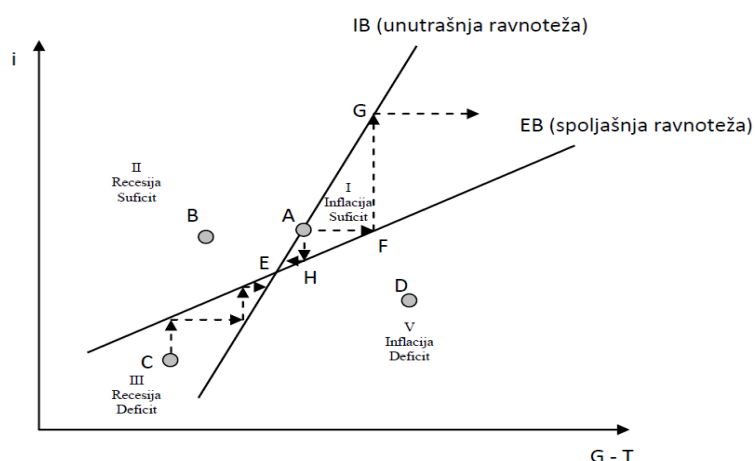
Tabela 10: Uticaj monetarne i fiskalne politike u Mundell–Flemingovom modelu

	Režim deviznog kursa					
	Fleksibilan kurs			Fiksni kurs		
	Y	E	NX	Y	e	NX
Fiskalna ekspanzija	0	Raste	Pada	Raste	0	0
Monetarna ekspanzija	Raste	Pada	Raste	0	0	0
Uvozne restrikcije	0	Raste	0	Raste	0	Raste

Izvor: Mankew, 2003; str. 362.

I što je još važnije, jedino kombinacijom monetarne i fiskalne politike moguće je ostvariti oba cilja (tačka E), jer bi u suprotnom ostvarenje jednog moralo izostati, što se vidi i iz grafika (28), na kojem su prikazane četiri različite kombinacije neravnoteža. Monetarna politika predstavljena je kroz varijaciju kamatne stope ( $i$ ) a fiskalna kroz varijaciju neto javne potrošnje ( $G-T$ ).

Grafik 28: Adekvatna upotreba monetarne i fiskalne politike kod režima fiksnog i varijabilnog deviznog kursa



Izvor: Moosa i Bhatti, 2010; str. 47.

Sušтина je u tome što bi nas rješavanje problema eksterne neravnoteže, uz postojanje pune zaposlenosti (tačka B), fiskalnom politikom odvelo sve dalje od opšte ravnoteže

(tačka E), zbog toga što bi povećanjem neto javne potrošnje riješili problem eksterne neravnoteže, ali bi se suočili s problemom inflacije (tačka F), koju bismo mogli riješiti povećanjem kamatne stope (tačka G), a što bi ponovo izazvalo problem eksterne neravnoteže, i tako redom. Na osnovu prikazanog vidimo da bi korišćenje fiskalne politike u funkciji postizanja eksterne ravnoteže samo destabilizovalo sistem, zbog čega bi monetarnu politiku trebalo koristiti u funkciji postizanja tog cilja, i obrnuto.

Za razliku od brojne teorijske građe nastale na osnovu Mundell–Flemingovog modela, empirijska istraživanja nijesu naročito bogata. Ipak, i pored toga postoje relevantna empirijska istraživanja pomenutog modela, i to počev od Pearcea (1983), pa sve do onih novijih – Bhattia (2001), koja su u principu potvrdila njegovu validnost.

### **2.3. Koordinacija monetarne i fiskalne politike i fenomen kašnjenja**

Adekvatna analiza efikasnosti monetarne i fiskalne politike posmatrane u pravcu postizanja određenih ciljeva koji su pred njih postavljeni, mora podrazumijevati i odgovarajuće teorijsko istraživanje jačine, načina i brzine kojom jedna i druga politika djeluju na određene veličine, odnosno kašnjenje u efektima ovih politika. Zato je pomenuta problematika konstatno prisutna u teorijskim istraživanjima, a naročito počev od 70-tih godina XX vijeka, pa sve do danas, kada je velika ekonomska kriza ponovo aktuelizovala ovaj problem.

Značaj analize fenomena kašnjenja važan je iz razloga što se efekti preduzetih mjera monetarne i fiskalne politike ne ispoljavaju odmah i u potpunosti, već nakon određenog vremenskog perioda, i to najčešće neravnomjerno, što značajno komplikuje proces donošenja odluka zbog kašnjenja u konačnom ispoljavanju preduzetih mjera. Upravo je vremenski odgođeno dejstvo monetarne i fiskalne politike, ili tačnije rečeno – prosječan ponderisani interval između preduzetih mjera i njenih efekata na krajnje ciljeve, kako to definiše Friedman, povezan s rizikom da se u vremenu ispoljavanja efekata preduzetih mjera priroda problema koji se na taj način pokušava riješiti promijeni, zbog čega bi upravo te mjere mogle izazvati kontraefekat. Drugačije rečeno, postoji bojazan da mjere koje se preduzimaju u cilju stabilizacije sistema neće djelovati, ili će u slučaju početka djelovanja u pogrešnom trenutku njihov efekat imati destabilizirajući karakter. U situaciji kada je nemoguće s potpunom preciznošću izmjeriti dužinu kašnjenja i anticipirati njen varijabilitet tokom vremena, ali i izmjeriti trajanje efekta preduzetih akcija, to svakako značajno otežava vođenje stabilizacione politike od strane monetarnih i fiskalnih vlasti.

Kada je riječ o uzrocima zbog kojih se javlja problem kašnjenja kod monetarne i fiskalne politike, primjećuje se da mogu biti višestruki. Vezuju se za neophodno prisustvo kašnjenja kod konačnog ispoljavanja preduzetih mjera od strane nosilaca ovih politika na krajnje ciljeve, i za kašnjenje uzrokovano protokom vremena neophodnim za odabir adekvatne politike, ili pak vremenom potrebnim za prepoznavanje potrebe za akcijom i preduzimanje određenih mjera. Sve prethodno navedeno može značajno uticati na komplikovanje procesa donošenja odluka i izazvati destabilizirajuće efekte na privredni sistem, ukoliko se ne anticipiraju na vrijeme različite komponente kašnjenja, kao i dužina ukupnog kašnjenja.

Moguće je u ekonomskoj literaturi naći različite sistematizacije oblika kašnjenja, koji se dijele na unutrašnje i spoljašnje. Tako je Friedman (1969) primijetio da se i monetarna i fiskalna politika suočavaju s problemom vremenskog kašnjenja, čije komponente je podijelio na unutrašnje kašnjenje (eng. Inside Lag) i spoljašnje kašnjenje (eng. Outside Lag). Unutrašnje je podijelio na kašnjenje prepoznavanja (eng. Recognition Lag) – vrijeme koje protekne između momenta kada se ukaže potreba za primjenom određene mjere i momenta kada se mjere preduzmu, i kašnjenje izvršenja (eng. Implementation Lag) – vrijeme koje protekne od momenta kada se akcija preduzme do momenta kada počinje da ostvaruje uticaj na sistem. Čitav niz drugih autora prihvata ovu podjelu<sup>92</sup>, ili je dalje unaprjeđuju na način što pojedine komponente kašnjenja dodatno razvijaju. Pojedini autori prepoznaju i takozvano posredno kašnjenje. Tako Handa (2000) razlikuje: unutrašnje – kašnjenje između momenta kada se ukaže potreba za akcijom i vremena kada se akcija preduzima; srednje ili posredno – kašnjenje između momenta kada se akcija preduzima, i momenta kada se njeni efekti manifestuju na posredne ciljeve; i spoljašnje kašnjenje – kašnjenje između momenta kada se ostvaruje uticaj na posredne ciljeve i momenta kada se ostvaruje uticaj na krajnje ciljeve. Sveobuhvatan prikaz vremenskih kašnjenja ekonomske politike daje Brummerhoff (2000), što se može vidjeti na osnovu tabele (11):

Tabela 11: Vrste vremenskih kašnjenja ekonomske politike

Ukupno vremensko kašnjenje ekonomske politike (eng. Total Policy Lag)						
Unutrašnje kašnjenje (eng. Inside Lag)				Spoljašnje kašnjenje (eng. Outside Lag)		
Vremensko kašnjenje pripreme (eng. Policy Preparation Lag)					Vremensko kašnjenje djelovanja (eng. Policy Effect Lag)	
Kašnjenje prepoznavanja (eng. Recognition Lag)		Kašnjenje akcije (eng. Action Lag)		Kašnjenje sprovođenja (eng. Administrative, Instrumental, Intermediate Lag)	Kašnjenje reakcije (eng. Reaction Lag)	Kašnjenje sprovođenja (eng. Operation Lag)
Kašnjenje dijagnoze (eng. Diagnostic Lag)	Kašnjenje prognoze (eng. Prognostic Lag)	Kašnjenje planiranja (eng. Planning Lag)	Kašnjenje odlučivanja (eng. Decision Lag)			

Posebno se izdvaja pitanje mjerenja dužine pojedinih komponenti kašnjenja i izvlačenja generalnih zaključaka u vezi s tim, što nije nimalo jednostavan zadatak, ponajviše zbog veoma izraženog varijabiliteta u kašnjenju. Ipak, generalno je prihvaćeno mišljenje da je ukupno kašnjenje kod monetarne i fiskalne politike veoma slično i da iznosi do dvije godine. Međutim, kod monetarne politike unutrašnje kašnjenje je značajno kraće i traje obično do 4 mjeseca, za razliku od fiskalne politike kod koje ono može trajati i do 18 mjeseci, što u potpunosti odgovara teorijskoj postavci da monetarna politika na dohodak i tražnju djeluje indirektno, a fiskalna

<sup>92</sup> Za detaljnije informacije o različitim oblicima kašnjenja zasnovanim na podjeli koju je ustanovio Friedman vidjeti: Živković i Kožetinac, 2004; str. 316-323.

direktno. Za razliku od spoljašnjeg kašnjenja, situacija je drugačija kod unutrašnjeg kašnjenja.

I pored činjenica da je ova problematika privukla pažnju ekonomske teorije još od istraživanja sprovedenih od strane Friedmana (1961), nastao je mali broj relevantnih istraživanja posvećenih tom problemu, a samim tim i mjerenju dužine komponenti kašnjenja. Cagan i Gandolfi (1969) su ubrzo nakon Friedmana došli do zaključka da kašnjenje efekata monetarne politike na krajnje ciljeve iznosi od 6 do 24 mjeseca. Friedman (1972) je produbljujući prvobitna istraživanja sprovedena desetak godina ranije potvrdio prethodne hipoteze o dužini kašnjenja. Nakon toga, Duguay (1994) zaključuje da kašnjenje efekata monetarne politike na autput iznosi od 12 do 18 mjeseci, a na inflaciju od 18 do 24 mjeseca. Bank of England (1999) takođe potvrđuje da efekat kašnjenja monetarne politike na autput iznosi oko 12 mjeseci, a na inflaciju oko 24 mjeseca. Batini i Nelson (2004), analizirajući podatke u Velikoj Britaniji i SAD-u od 1953. do 2001. godine, dokazuju da je ukupno kašnjenje kod monetarne politike u SAD-u 24 mjeseca, a u Velikoj Britaniji 13 mjeseci, kao i da dužina kašnjenja u posljednjim godinama ima tendenciju rasta. I konačno, Hafer, Haslag i Jones (2007) ponovo aktuelizuju ovu problematiku i statistički potvrđuju postojanje fenomena kašnjenja kod monetarne politike, ističući još jednom relevantnost ove problematike i neophodnost njenog uzimanja u obzir prilikom koncipiranja odgovarajuće ekonomske politike.

Stoga nepoklanjanje adekvatne pažnje vremenskoj nekonzistentnosti i problemu kašnjenja može uticati ne samo na neefikasnost ekonomske politike, već i na njen potpuno suprotan efekat od željenog. Zato je Friedman (1948), kao reakcija na kejnzijansku stabilizacionu politiku, s pravom primijetio da fenomen kašnjenja može biti destabilizirajući faktor, iako taj zaključak nije rezultat potpunog dinamičkog modela makroekonomske međuzavisnosti. Nakon njega, Philips (1954, 1957) analizira efekte postojanja vremenske nekonzistentnosti na makroekonomsku stabilnost.

Temelje modelima vremenske nekonzistentnosti optimalne ekonomske politike su postavili Kydland i Prescott (1977), Calvo (1978), Barro–Gordon (1983) i Cukierman (1992), čiji rezultati su doprinijeli da se umjesto na diskrecionim pravima insistira na pravilima za vođenje monetarne politike. Pravila mogu biti formulisana u vidu primjene određenog režima targetiranja, ili pak u vidu pravila povratne sprege, od kojih je najpoznatije Taylorovo pravilo. Upravo istraživanja sprovedena počev od 70-tih godina XX vijeka ukazuju, iako to možda paradoksalno izgleda, da kada nosioci monetarne politike više uzmu u obzir sistematski pristup samoj politici, a manje se koriste diskrecijom, njihova politika će odbaciti bolji rezultat.<sup>93</sup> S druge strane je Woodford (1999), kako je to prethodno pomenuto, postavio modernu varijantu korišćenja pravila kod vođenja monetarne politike, dok su Takamasu (1995) i Asada i Yoshida (2001) u novije vrijeme razvili modele zasnovane na efektima vremenskog kašnjenja u makrodinamičkom sistemu međuzavisnosti.

I pored činjenice da su prethodno pomenuti bazični modeli vremenske nekonzistentnosti uglavnom prihvaćeni u savremenoj ekonomskoj literaturi, radi naučne korektnosti

---

<sup>93</sup> Za elaboraciju tog zaključka pogledati: James i Plosser, 2012; str. 19.

moramo naglasiti da ipak postoji i priličan broj autora koji su izrazili ozbiljne sumnje u njihovu prihvatljivost. Kritika je uglavnom koncentrisana na činjenice da se modeli zasnivaju na i suviše pojednostavljenom modeliranju monetarne politike u formi igre između njenih nosilaca i pojedinaca, kao i na pogrešnoj pretpostavci. Nosioci monetarne politike su po njima već pronašli načine da riješe probleme vremenske nekonzistentnosti, od kojih se najčešće pominju reputacija centralne banke i njena nezavisnost, kao potreban uslov za modeliranje problema vremenske nekonzistentnosti.<sup>94</sup> Autori, poput Blakea (2001), Jensena i McCallumna (2002), Jensena (2003), Sauea (2007), ukazuju da korišćenje pravila nema isti efekat u svakoj ekonomiji, i da je u posebnim okolnostima, koja podrazumijevaju izraženu rigidnost cijena i velike devijacije od ravnotežnog stanja, ispravnije primjenjivati diskrecionu monetarnu politiku.

### **3. Monetarna i fiskalna politika i javni dug**

#### **3.1. Teorijski pristup javnom dugu**

Značaj javnog duga u ekonomskoj teoriji posebno dolazi do izražaja početkom XIX vijeka, kada polako počinje da se pravi otklon od načela budžetske ravnoteže i klasične teorije javnog duga (javnog zajma). Pomenuta teorija ima izrazito negativan stav i snažan otpor prema dugu budući da je tretiran isključivo kao prijetnja za ekonomski sistem i element za uspostavljanje budžetske ravnoteže, jer državi nije pripisivana nikakva uloga u ekonomskoj i socijalnoj sferi. Međutim, nova savremena javno finansijska teorija i doktrina deficitarnog finansiranja mijenja iz osnova pogled na ovaj institut javnih finansija. Dok je za klasičare javni dug predstavljao samo element ravnoteže u budžetu, moderna finansijska teorija u prvi plan ističe novu aktivnu ulogu javnog duga, čiji se zadatak ne svodi samo na podmirenje vanrednih rentabilnih javnih rashoda, već se javni dug posmatra kao snažan instrument ekonomske politike, koji obavlja osim funkcije finansiranja budžetskog deficita, i stabilizacionu, razvojnu, redistributivnu, alokativnu i kontrolnu funkciju. Zato savremena teorija na javni dug sve više gleda kao na jedan od redovnih izvora javnih prihoda – kao što su porezi, pri čemu se mišljenja razlikuju kada je riječ o karakteru, intenzitetu makroekonomskih dejstava, odnosno efektima javnog duga.

S druge strane, preduslov za ostvarivanje osnovnih ciljeva makroekonomske politike je postojanje adekvatne koordinacije, odnosno sinhronizacije između nosilaca monetarne i fiskalne politke, čija strateška povezanost posebno dolazi do izražaja kako u sistemu finansiranja budžetskog deficita, tako i u politici javnog duga, gdje često nije moguće napraviti adekvatnu distinkciju između fiskalnog i monetarnog dijela. Monetarna funkcija javnog duga u osnovi dolazi do izražaja u načinu zaduživanja, dok se fiskalna funkcija manifestuje u finansiranju budžetskog deficita.

Stoga, savremena teorija upravljanja javnim dugom naglašava fundamentalnu povezanost između ekonomske stabilnosti i održivosti duga u zemlji. Neadekvatno

---

<sup>94</sup> S tim u vezi pogledati: Charles, 2010; Taylor, 1999.

upravljanje javnim dugom i njegov nekontrolisani rast u odnosu na bruto domaći proizvod, može izazvati negativne tendencije i promjene makroekonomskih indikatora, odnosno pojavu finansijske nestabilnosti, rast inflacije, promjene kamatnih stopa, efekat istiskivanja i slično. Kako visina, struktura i ročnost javnog duga predstavljaju bitnu determinantu investicione aktivnosti jedne zemlje, adekvatno upravljanje dugom je od presudne važnosti za dugoročan privredni rast i razvoj. Zato se visina javnog duga, način finansiranja, otplata duga, uticaj na privredni rast, te političke i socijalne posljedice, nalaze u fokusu teorijskih istraživanja vezanih za ovu problematiku, kod koje je izbjegavanje prezaduženosti cilj u užem smislu, dok su stabilizacioni, alokativni i fiskalni ciljevi – ciljevi u širem smislu.

Međutim, teorijski pristup istraživanju problematike javnog duga je vršen kroz normativne i pozitivne teorije. Naime, održivost javnog duga nije bila centralna tema istraživanja, jer je pažnja poklanjana teretu duga i intertemporalnim učincima duga. Znatno kasnije je težište stavljeno na determinante javnog duga, za čije objašnjenje se koristio normativni i pozitivni pristup. Jedan od glavnih zagovornika normativnog pristupa je Barro (1979), utemeljivač „pristupa poreskog izgladivanja” (eng. Tax Smoothing Approach). Barro na dug gleda kao na instrument koji će se koristiti za privremeno pokrivanje javnih rashoda nastalih zbog vanrednih okolnosti, dok će nepromijenjene poreske stope generisati budžetski suficit koji će kompenzirati trenutni deficit usled kojeg se država zadužuje. Zapravo, ovaj pristup sugerise korišćenje javnog duga kako bi se izbjeglo značajnije mijenjanje poreskih stopa. Pomenuto objašnjenje je rezultat njegove teorije o neutralnosti duga odnosno o jednakim učincima poreskog finansiranja i finansiranja dugom. Teorija stoji na stanovištu da dug reaguje samo na privremene varijacije u visini javnih prihoda i rashoda, odnosno da emisija duga nema uticaja na bogatstvo, agregatnu tražnju i kamatne stope, već da je njegova osnovna funkcija da pruži fleksibilnost kod intertemporalnog ujednačavanja javnih prihoda i javnih rashoda (Barro i Grilli, 1994).

Pomenuti neoklasični normativni pristup se u praksi suočava s problemom koji je sadržan u činjenici da ne može do kraja objasniti zašto u regularnim uslovima u kojima nije prisutna značajnija oscilacija javnih prihoda i javnih rashoda dolazi do visokih dugotrajnih deficita, ili pojave različitih nivoa deficita u ekonomijama koje imaju slične performanse. Stoga njegova teorija o neutralnom javnom dugu, iako teorijski interesantna, nije imala značajnije uporište u empirijskim istraživanjima. To potvrđuju analize na primjeru SAD-a rađene od strane Goldina (1980) i Bohna (1998). Poput Barroa, Lukas i Stokey (1983) su formulisali tzv. Remzi problem s javnim dugom i porezima, takođe modelirajući javni dug kao rezultat poreske distorzije tokom vremena. Marcet i Scott (2007) su takođe dokazali da njihovi zaključci nijesu primjenjivi na SAD u poslijeratnom periodu.

Za razliku od normativnog, pozitivan pristup javnom dugu govori o važnosti fiskalnog deficita kao snažnog instrumenta fiskalne, odnosno ekonomske politike. S tim u vezi postoje različite grupe modela od kojih svaki na svoj način objašnjavaju postojanje i ulogu javnog duga. Modeli uključuju modele optimalnog oporezivanja i modele političke ekonomije. Tako predstavnici tzv. nove političke ekonomije polaze od pretpostavke da javni dug nastaje kao posljedica neslaganja političkih aktera o visini i

strukturi izdataka, odnosno kao posljedica fiskalne iluzije i iracionalnosti glasača.<sup>95</sup> Drugi to povezuju s brojem političkih aktera koji učestvuju u vršenju vlasti, a treći s dužinom mandata koji je obrnuto proporcionalan visini duga. U novije vrijeme, političko odlučivanje u „model poreskog izgladivanja” analiziraju Pierre i Yared (2007) koji istražuju verziju kompletnog tržišta na modele Lukas i Stokeya. U svakom slučaju, pozitivan pristup, što svakako nije bio slučaj s normativnim, nalazi mnogo više uporišta u praksi, odnosno u empirijskim istraživanjima.<sup>96</sup>

### 3.2. Ciljevi i funkcije upravljanja javnim dugom

Upravljanje javnim dugom se u relevantnoj literaturi najčešće definiše kao proces definisanja i izvršavanja strategije upravljanja javnim dugom, u cilju obezbjeđivanja potrebnog iznosa sredstava neophodnih za finansiranje potreba države. S druge strane, jasno definisani ciljevi upravljanja javnim dugom, kako to navodi Hanif (2002) predstavljaju važan i istovremeno nezaobilazan element pomenutog upravljanja zbog nekoliko razloga. Prvi proizilazi iz pretpostavke da jasno formulisanje cilja vodi ka formulisanju politike za upravljanje dugom usmjerene u pravcu njegovog dostizanja, izbjegavajući pri tom konfliktnost ciljeva. Drugi je važan iz razloga što se na taj način omogućava mjerenje učinka funkcije upravljanja dugom. Treći je bitan zbog činjenice da se na taj način otvara prostor za usklađivanje i harmonizaciju ove politike s drugim ekonomskim politikama, prvenstveno s monetarnom politikom.

Tradicionalni pogled na ciljeve upravljanja javnim dugom, koji je razvio Tobin analizirajući slučaj zatvorene ekonomije u kojoj promjene u nivou duga utiču na promjenu kamatnih stopa, podrazumijeva da ročna struktura javnog duga mora biti određena tako što će voditi računa da ispuni dvostruki cilj – da bude u funkciji makroekonomske stabilizacije privrede i da troškovi povezani s javnim dugom budu što manji (Tobin, 1963). Drugim riječima, politika upravljanja javnim dugom mora biti blisko povezana s monetarnom i fiskalnom politikom, budući da je ona sastavni dio stabilizacione politike jedne zemlje, dok s druge strane mora voditi računa da minimizira troškove kamata vezane za javni dug. Međutim, ovaj konvencionalni pogled na ciljeve upravljanja javnim dugom često dovodi do pojave konflikta među tako postavljenim ciljevima, na način što se u cilju stabilizacije privrede nerijetko povećavaju troškovi javnog duga.

Savremeniji pristup ciljevima politike upravljanja javnim dugom insistira na nešto širem obuhvatu ciljeva kojih bi nosioci ove politike morali biti svjesni. Zbog toga ih je neophodno adekvatno definisati, javno objaviti, kao i postaviti prioritete i odgovarajuću hijerarhiju među njima. Tako Hanif (2002) među osnovne ciljeve ubraja:

1. Neophodnost pokrivanja potreba države za zaduživanjem;
2. Minimiziranje dugoročnih troškova zaduživanja uz zadržavanje varijabiliteta troškova na racionalnom nivou;

---

<sup>95</sup> Vidjeti npr. Allesina i Tabellini, 1990.

<sup>96</sup> Za više informacija o pozitivnom pristupu javnom dugu pogledati: Battaglini i Coate, 2008; Fernando, 2009.

3. Podršku monetarnoj politici putem koordinacije aktivnosti koje preduzimaju nosioci politika;
4. Razvoj domaćeg tržišta kapitala;
5. Izbjegavanje poremećaja tržišta i zadržavanje njegove funkcionalnosti u cilju pružanja vladi kontinuirane mogućnosti za finansiranje po konkurentnoj cijeni;
6. Ciljanje stranih investitora i ohrabrivanje domaćih štediša da svoja sredstva stave u funkciju finansiranja duga;
7. Diverzifikovanje zaduživanja (valutno i tržišno) i proširivanje raspodjele duga;
8. Promovisanje ravnomjerne ročne strukture duga u cilju adekvatnog upravljanja visinom i frekvencijom refinansiranja;
9. Održavanje boniteta.

Gray (1996) međutim kao osnovne ciljeve upravljanja javnim dugom prepoznaje:

1. Povećanje nedržavnih izvora finansiranja u cilju podmirivanja državnih potreba;
2. Minimiziranje troškova u dugom roku, uzimajući u obzir i rizik;
3. Koordinaciju s monetarnom politikom.

Kada je o nedržavnim izvorima finansiranja riječ, i pored visokih troškova finansiranja javnog duga koji korišćenjem ovih izvora nastaje, ipak prevladava mišljenje da je takva vrsta zaduživanja opravdana, ponajviše zbog pretpostavke da ovi troškovi nijesu trošak za privredu već prije predstavljaju transfer sredstava kroz istu. Ukoliko bi se, pak, monetarnim finansiranjem pokušao smanjiti direktni trošak, rezultat bi bila inflacija, koja bi dalje vodila do gubitaka u realnoj ekonomiji. Ako se osvrnemo na minimiziranje troškova i rizik koji se s tim u vezi uzima u razmatranje, potrebno je istaći da u kratkom i srednjem roku postoji određeni trade-off između rizika i minimiziranja troškova, zbog čega se zahtjev za usklađivanjem troškova i rizika odnosi na dugi rok, imajući pri tom u vidu činjenicu da država može imati različite preferencije ka riziku. I konačno, kada je o vezi s monetarnom politikom riječ, onda nije teško zaključiti da su tokovi novca povezani s javnim dugom i da bitno determinišu likvidnost tržišta novca, zbog čega je u konačnom važno uspostaviti adekvatan nivo sinhronizacije i koordinacije među kreatorima ovih politika.

S druge strane, IMF (2001) kao osnovni cilj upravljanja javnim dugom prepoznaje potrebu da država njene finansijske potrebe i obaveze plaćanja izvršava po najnižoj mogućoj cijeni, uzimajući u obzir srednji i dugi rok, što mora biti u skladu s opreznim nivoom rizika. Drugi autori kao ključne komponente, a samim tim i ciljeve idealne politike upravljanja dugom, prepoznaju: način prodaje, rejting obveznica, troškove emisije obveznica, obezbjeđenje obveznica, strukturu otplate obveznica i povećanu transparentnost.<sup>97</sup>

Kada je o upravljanju javnim dugom riječ, potrebno je naglasiti da postoje tehnički i institucionalni aspekti javnog duga, od kojih se tehnički odnose na potrebu određivanja nivoa finansijskih zahtjeva dovoljnih za podmirenje budućih potreba države za novcem, dok se institucionalni odnose na organizaciju, legislativu,

---

<sup>97</sup> Za detaljnije informacije o različitim vrstama istraživanja koja su sprovedena s tim u vezi pogledati: Levine, 2011; str. 1-27.



računovodstvo i monitoring novih zaduživanja, kao i ukupan nivo duga, što sve skupa predstavlja funkcije upravljanja dugom. Mogu biti koncentrisane u ministarstvu finansija, centralnoj banci ili, pak, u posebnim agencijama koje se nalaze pod supervizijom države. Tako Hanif (2002) razlikuje:

1. Računovodstvenu funkciju;
2. Funkciju predviđanja;
3. Političku i plansku funkciju;
4. Funkciju pravljanja rizicima;
5. Funkciju primarne emisije;
6. Funkciju sekundarnog tržišta;
7. Funkciju kliringa i poravnanja;
8. Informativnu funkciju;
9. Funkciju nadzora.

Računovodstvena funkcija je važan segment upravljanja javnim dugom budući da predstavlja sveobuhvatan sistem evidencije o visini javnog duga, plaćanju dospjelih anuiteta, informacijama o povjericima i slično. Kao takva je ključni input u procesu određivanja budućih finansijskih potreba, evaluacije posljedica budućeg zaduživanja i upravljanja različitim vrstama rizika – unutrašnjim i spoljašnjim.

Međutim, računovodstveni sistem sam za sebe nije dovoljan, već je potrebno da bude dopunjen adekvatnom analitikom, kako bi se izgradili kapaciteti za odgovarajuće predviđanje tokova likvidnosti, zbog čega funkcija predviđanja zauzima značajno mjesto. Stoga je od posebne važnosti uspostavljanje sistema koji ima sposobnost da vrši projekcije trendova kako na nacionalnom, tako i na međunarodnom nivou, kao i na finansijskim tržištima.

Politička i planska funkcija takođe predstavljaju nezaobilazan segment politike upravljanja javnim dugom, s obzirom da izbor prioriteta zavisi od tradicije zaduživanja kao i od pristupa domaćih institucija međunarodnom tržištu. Tržišni uslovi i raspoloživost finansijskih sredstava biće od ogromne važnosti kod izbora tržišnog segmenta i instrumenta zaduživanja, odnosno kod planiranja budućeg zaduživanja.

Funkcija upravljanja rizikom nadalje obezbjeđuje pokrivanje različitih vrsta rizika, što je od posebne važnosti za kvalitetno upravljanje dugom, s obzirom na razvoj relevantnog okvira za upravljanje rizicima, kako bi se identifikovao trade-off između očekivanih troškova (finansijskog troška i potencijalnog troška izazvanog različitim faktorima) i rizika portfolija javnog duga. U tom smislu, menadžeri za upravljanje javnim dugom permanentno moraju raditi na mjerenju i upravljanjima različitim vrstama rizika – tržišnom, riziku prevrtanja (eng. Rollover Risk), likvidnosnom riziku, kreditnom riziku, riziku poravnanja (eng. Settlement Risk) i operativnom riziku, za šta se koriste različiti pristupi poput VaR metodologije (eng. Value at Risk), CfaR (eng. Cash Flow at Risk) ili VaR i CfaR zajedno.<sup>98</sup>

Karakteristike funkcija primarne emisije zavise od različitih faktora povezanih s administrativnim sistemom jedne zemlje i njenom tradicijom, odnosno od razlika u

---

<sup>98</sup> Detaljnije o metodologijama za mjerenje i upravljanju rizicima pogledati: Garcia, 2002.

ciljevima koje vlade postavljaju pred sobom, politika koje su u funkciji postizanja tih ciljeva, instrumenata koji se koriste, kao i tehnika i tržišta na kojem se transakcije obavljaju. Tako postoje države koje obavljanje poslova iz domena ove funkcije prepuštaju centralnoj banci, druge imaju trezor ili specijalizovanu agenciju za upravljanje dugom, dok neke imaju i državne brokere koji se bave tim poslom.

Funkcija sekundarnog tržišta se logično oslanja na prethodno pomenutu funkciju. Razvijeno sekundarno tržište predstavlja garant likvidnosti finansijskih instrumenata koji država prodaje da bi obezbijedila likvidnost. To će zainteresovati mnoge investitore za kupovinu pomenutih instrumenata, jer će njima moći da u svakom momentu trguju. Važnost za upravljanje javnim dugom je svakako samo jedan od čitavog niza razloga zbog kojih je država motivisana da razvija sekundarno tržište.

Međutim, u slučaju nerazvijenog tržišta, na značaju dobija funkcija kliringa i poravnanja. Ovo zato što se kliring u tom slučaju obavlja ili preko banaka ili preko centralne banke, što svakako ne podstiče veći obim prometa na tržištu.

Informativna funkcija je takođe nezaobilazna, s obzirom da je jednaka važnost informacija koje menadžeri za upravljanje dugom šalju tržištu, kao i informacija koje on dobija s tržišta, kako bi se uskladila njegova aktivnost s ciljevima koje imaju nosioci ove politike. Zbog toga je menadžer za upravljanje dugom uključen u elektronski informacioni sistem kako bi se omogućilo nesmetano funkcionisanje primarnog i sekundarnog tržišta.

Konačno, nadzorna funkcija je takođe važan element za upravljanje javnim dugom. Naime, država u konačnom mora imati centralnu ulogu kada je riječ o nadzoru i aktivnostima koje se na tržištu dešavaju. Zato se koriste različiti pristupi i rješenja, počev od posebnih agencija koje vrše poslove supervizije, do centralnih banaka koje te poslove obavljaju.

### **3.3. Institucionalni i operativni okvir za upravljanje javnim dugom**

Kako je posljednjih nekoliko decenija prisutna tendencija povećanja učešća javnog duga u BDP i kako se povećava broj rizika i stepen izloženosti rizicima vezan za portfolio javnog duga, tako raste i značaj potrebe za unaprjeđenjem upravljanja dugom. Jedan od načina za unaprjeđenje je razvoj i primjena institucionalnih i operativnih aranžmana, odnosno izbor lokacije funkcija za upravljanje javnim dugom. S tim u vezi, skorije tendencije koje su uticale ne samo na povećanje zaduženja država, nego i na stepen nezavisnosti centralnih banaka, promjena ciljeva vezanih za zaduživanje države, kao i izdvajanje politike za upravljanje javnim dugom u odnosu na monetarnu politiku, usmjerile su i put razvoja pomenutih aranžmana za upravljanjem javnim dugom.

Ipak, razvoj samih aranžmana nije bio uniforman i jednoznačan, već je institucionalna organizacija različita od zemlje do zemlje, i zavisi od čitavog niza različitih faktora. Najvažniji su: historijski, socio-politički, nivo ekonomske razvijenosti, dubina finansijskog tržišta, kao i uticaj tradicije karakteristične za način funkcionisanja jednog privrednog sistem. Zato ne postoje pravila kako će se izvršiti podjela funkcija upravljanja dugom između institucija. Takođe, bez obzira na institucionalni oblik

organizacije, ne postoji idealan model već se svaki suočava s prednostima i nedostacima. Ministarstvo finansija i centralna banka su uvijek u većoj ili manjoj mjeri uključeni u tu aktivnost, dok se u nekim zemljama ti poslovi mogu povjeriti posebnoj instituciji. Dakle, bez obzira na pomenute razlike izazvane dejstvom različitih faktora, u suštini je moguće izdvojiti tri osnovna institucionalna rješenja za upravljanje javnim dugom, a koja se odnose na različite varijacije rješenja vezanih za ministarstvo finansija, centralnu banku ili posebnu instituciju za upravljanje javnim dugom.<sup>99</sup>

Institucionalno rješenje koje se odnosi na ministarstvo finansija podrazumijeva da je ono odgovorno za upravljanje javnim dugom, ali i za strateške, taktičke i ostale funkcije. To s druge strane znači da ovo rješenje ne podrazumijeva odvajanje politike upravljanja javnim dugom od fiskalne politike. To u konačnom znači da se u pristupu javnom dugu preferira balans između fokusa fiskalne politike i fokusa finansijskog portfolio menadžmenta vezanog za javni dug. U tom slučaju centralna banka je zadužena samo za krajnje tehničke aspekte koji se odnose na prodaju instrumenata duga, poravnanje i slične poslove, kao što je slučaj u Japanu, SAD-u, Sloveniji, Italiji i drugim zemljama.

Takođe je moguće rješenje da posebne organizacione jedinice unutar ministarstva finansija – kancelarija za upravljanje dugom (eng. Debt Management Office – DMO) obavlja poslove vezane za upravljanje javnim dugom, pri čemu su jasno određeni ciljevi, vodič i sistem odgovornosti same kancelarije (jedinice). To je aranžman koji se preporučuje zemljama u razvoju zbog čitavog niza faktora, a koji bi trebao da podstiče koordinaciju s monetarnom i fiskalnom politikom, da razvija domaće finansijsko tržište, da kontroliše uticaj rizične strukture duga na budžet, i slično.<sup>100</sup> Princip koji je prihvaćen od strane savremene teorije govori o tome da se izdvajanje posebne agencija za upravljanje dugom može negativno odraziti na sistem u kojem je nerazvijeno finansijsko tržište, jer se potreba za naprednijim institucionalnim rješenjima javlja na većem stepenu razvoja tržišta. Ključni faktori od kojih će zavisiti uspjehnost ovog rješenja su vezani za pitanja koliko dobro ciljevi posebne organizacione jedinice mogu biti specificirani i u kojem obimu jedinica može biti nadgledana, a uspjehnost mjerljiva. Moguće je takođe i da se unutar ministarstva finansija osnuje trezor koji će biti zadužen za centralizovano upravljanje sredstvima i obavezama i konsolidovanje funkcije za upravljanje javnim dugom.

Osim toga, centralna banka može imati najvažniju ulogu kada je riječ o formulisanju adekvatne politike za upravljanje dugom, pri čemu je odgovorna i za strateško i kratkoročno upravljanje javnim dugom. Time se povećava stepen i političke i operativne diskrecije centralne banke kada je riječ o vođenju ove politike, što bi moglo biti važno kod usklađivanja politike upravljanja javnim dugom i monetarne politike. Ipak, kao rezultat ekspanzivne fiskalne politike koja je vođena 60-tih i 70-tih godina XX vijeka, kao i čitavog niza drugih okolnosti koje su uslovile pojavu inflacije, centralne banke tada počinju polako da izvajaju cjenovnu stabilnost kao

---

<sup>99</sup> Vidjeti npr. Carracedo i Dattels, 1997; str. 96-123; Laurens i Piedra, 1998; str. 22.; Hanif, 2002; str. 51-53.

<sup>100</sup> Za detaljniju elaboraciju adekvatnosti ovog aranžmana za zemlje u razvoju vidjeti: Currie, Dethier i Togo, 2003; str. 40-48.

jedan od ključnih ciljeva monetarne politike. Zato počev od 90-tih godina XX vijeka politika upravljanja javnim dugom postaje posebna politika s izdvojenim ciljevima i odvojena od monetarne politike i direktne odgovornosti centralne banke. Ovo iz razloga što se želi preduprijeti eventualan konflikt interesa koji može nastati ukoliko bi centralna banka bila odgovorna i za monetarnu i za politiku vezanu za javni dug, koji se između ostalog može odnositi na: sprječavanje insajderskih informacija vezanih za monetarnu politiku i njihov uticaj na politiku upravljanja javnim dugom; eliminisanje potencijalne nezainteresovanosti za podizanje kamatnih stopa u inflatornim uslovima da se ne bi izazvali negativni efekti na domaći portfolio duga; onemogućavanje potencijalne mogućnosti da se povećava likvidnost na tržištu prije refinansiranja duga ili pak promjena ročne i valutne strukture duga u skladu s pravicima monetarne politike, i slično.<sup>101</sup>

Model upravljanja javnim dugom kojim se vrši potpuno razdvajanje monetarne i fiskalne politike od politike upravljanja javnim dugom podrazumijeva osnivanje posebne (izdvojene) institucije (kancelarije) za upravljanje dugom (eng. Separate Debt Management Office – SDMO) s potpunom samostalnošću, iako se moraju pridržavati generalne politike ministarstva finansija. Ovaj model omogućava formalno razdvajanje ciljeva, instrumenata i funkcija upravljanja javnim dugom. U principu se posebne institucije osnivaju u državama koje imaju razvijeno finansijsko tržište i gdje se kroz angažovanje nezavisnih profesionalaca za upravljanje rizicima želi uticati na minimiziranje troškova za upravljanje dugom, eliminisanje mogućnosti da se upravljanje dugom koristi u kratkoročne svrhe i time zloupotrebljava od strane političara, kao i gdje se pokušavaju izvući benefiti iz izdvajanja ove funkcije u odnosu na brojne druge koje ministarstvo finansija ima. Od ranih devedesetih godina, posebne institucije za upravljanje dugom u literaturi se predstavljaju kao najbolji model koji daje željene rezultate, u smislu tehničke efikasnosti, profesionalizma i odgovornosti, zbog čega se i primjenjuje na primjer u Irskoj, Švedskoj, Danskoj i drugima.<sup>102</sup>

Važno je istaći da bez obzira na institucionalno rješenje koje se primjenjuje, zbog isprepljetanosti funkcija i aktivnosti s drugim institucijama, potrebna je saradnja i koordinacija među njima, kako bi se ostvario željeni rezultat. Međutim, kako navodi Currie et al. (2003), iskustvo razvijenih zemalja OECD-a nam ukazuje da bez obzira na način na koji je institucija za upravljanje dugom postavljena, četiri principa su od vitalne važnosti – davati prioritet strateškim nad operativnim ciljevima, jačati institucionalne kapacitete kako bi se efikasnije upravljalo finansijskim portfolio menadžmentom i politikom javnog duga, modernizovati upravljanje javnim dugom, kreirati mehanizme koji će obezbijediti uspješnu delegaciju odgovornosti ministarstvu finansija i skupštini.<sup>103</sup>

---

<sup>101</sup> Detaljnije o potencijalnim konfliktima koji bi mogli nastati pogledati: Blejer, 1999.

<sup>102</sup> Detaljnije o benefitima posebnih institucija za upravljanje dugom (SDMO) pogledati: Cassard i Forkel-Landau, 2000.

<sup>103</sup> Za detaljni uvid u institucionalne aranžmane za upravljanje javnim dugom kod pojedinih zemalja EU vidjeti: Wolswijk i Haan, 2005.

### 3.4. Instrumenti upravljanja javnim dugom

Tržišta državnih hartija od vrijednosti, koja čine osnovu finansijskog tržišta većine razvijenih zemalja, predstavljaju mehanizam kojim se trguje hartijama od vrijednosti čiji je emitent država, i imaju manji kreditni rizik od ostalih finansijskih instrumenata. Zbog toga su rado prihvatane od strane institucija kod kojih likvidnost ima prednost nad profitabilnošću, ali i od strane nerezidenata, odnosno stranih pravnih lica kojima hartije od vrijednosti predstavljaju rezerve likvidnosti odnosno devizne rezerve. Moderne države su u tom smislu izuzetno važan učesnik na finansijskom tržištu. Razvijenost pomenutog tržišta u savremenim tržišnim privredama je od posebnog značaja ne samo za finansijsko tržište i centralnu banku, nego i za funkcionisanje i operacionalizaciju politike javnog duga, odnosno za adekvatno upravljanje. Ovo iz razloga što postoje brojni makroekonomski i mikroekonomski benefiti od pomenutog tržišta (WB i IMF, 2001).

Kada je o makroekonomskim benefitima riječ, oni se uglavnom svode na činjenicu da razvijeno tržište državnih hartija od vrijednosti služi fiskalnoj politici za domaće finansiranje izdataka države u uslovima niskih budžetskih prihoda, što smanjuje potrebu za štetnom monetizacijom deficita države kao i nagomilavanjem spoljašnjeg duga. Takođe, poboljšava efikasnost transmisije monetarne politike i olakšava njeno sprovođenje. Doprinosi izvjesnijem ostvarivanju njenih krajnjih ciljeva, putem olakšavanja primjene indirektnih instrumenata monetarne politike, poput operacija na otvorenom tržištu, kojima kolateral predstavljaju državne hartije od vrijednosti. Uz to, ukoliko je praćeno i pažljivim upravljanjem javnim dugom, tržište državnih hartija od vrijednosti može na makro nivou pomoći državi da smanji njenu izloženost riziku kamatnih stopa, valutnom riziku, i drugim finansijskim rizicima.

Mikroekonomski benefiti uspostavljanja adekvatnog tržišta državnih hartija od vrijednosti se odnose na unaprjeđenje finansijske stabilnosti i pospješivanje konkurencije kada je o finansijskoj intermedijaciji riječ. Tržište dalje predstavlja pritisak na bankarski sistem pod čijim uticajem će biti primorane da nude konkurentnije bankarske proizvode domaćem tržištu, što će doprinijeti razvoju finansijskih instrumenata koji će poboljšati upravljanje rizicima i finansijskom stabilnošću.

Emitujući hartije od vrijednosti s različitim dospijecem, država osim što zadovoljava svoju potrebu za finansiranjem, predstavlja i katalizator razvoja finansijskog tržišta. Odsustvo kreditnog rizika državnih hartija od vrijednosti i atraktivnost koju uživaju na tržištu doprinosi daljem razvoju tržišta, budući da centralna banka ima ograničen kapacitet za uticaj na finansijsko tržište. Međutim, izražen nedostatak korišćenja državnih hartija od vrijednosti u svrhe monetarne politike predstavlja neophodnost uspostavljanja adekvatne koordinacije centralne banke i fiskalnih vlasti, s obzirom da u suprotnom efikasnost monetarne politike može biti ozbiljno ugrožena (Sundararjan, Dattels i Blommestein, 1997).

Imajući u vidu da je tržište državnih hartija od vrijednosti najlikvidnije, kamatne stope koje se na njemu formiraju zapravo predstavljaju referentne kamatne stope koje imaju ključan uticaj na formiranje stopa prinosa na hartije od vrijednosti koje izdaju ostali subjekti. Zato je struktura i raspored dospijeca državnih hartija od vrijednosti važna, s obzirom da se na taj način ostvaruje uticaj na strukturu likvidnosti, odnosno na cijenu

i krivu prinosa. To je i razlog zbog čega je uloga ministarstva finansija, kao glavnog emitenta državnih hartija od vrijednosti od presudnog značaja. Inače, primarna emisija državnih hartija od vrijednosti se najčešće obavlja putem aukcijskih sastanaka koji se zakazuju u unaprijed određenim danima, dok je sekundarno tržište državnih hartija od vrijednosti, osim rijetkih izuzetaka, uglavnom dilerskog tipa, budući da se najveći dio prometa upravo tako obavlja.

U suštini, hartije od vrijednosti koje emituje država predstavljaju instrumente pomoću kojih se finansira deficit budžeta države. Pri tom, ukoliko je riječ o trenutnoj prolaznoj nelikvidnosti, pokrivaće se putem emisije kratkoročnih hartija od vrijednosti, nakon koje neće biti potrebe za novim emisijama. Međutim, ako su deficiti države trajnijeg karaktera, prethodne emisije će se pokrivati naknadnim emisijama, uvećanim najmanje za trošak koji otpada na kamate, što vodi kumuliranju javnog duga.

Instrumenti javnog duga nijesu homogena kategorija, budući da na razvijenim finansijskim tržištima postoje različiti tipovi hartija od vrijednosti koje odgovaraju potrebama budžeta i očekivanjima investitora. Zbog toga ih je potrebno klasifikovati na različite načine. Jedan od kriterijuma za klasifikaciju vezan je za prenosivost, dok se drugi koji se češće koristi u literaturi odnosi na rok na koji se izdaju državne hartije od vrijednosti. Vodeći računa o vremenskom kriterijumu, država do potrebnih sredstava koja se ne mogu pokriti javnim prihodima dolazi putem emitovanja kratkoročnih i dugoročnih hartija od vrijednosti, odnosno emisijom kratkoročnih, srednjoročnih i dugoročnih utrživih instrumenata, neutrživih hartija od vrijednosti, ili, pak, ostalim mehanizmima državnog zaduživanja.

Najznačajniji i ujedno i najčešće korišćeni instrument tržišta novca u savremenim tržišnim privredama su kratkoročne državne obveznice, odnosno mjenice trezora (eng. Treasury Bills), koje predstavljaju nerizične kratkoročne obligacije budžeta države (diskontne kratkoročne finansijske instrumente) s rokom dospijeca koji najčešće iznosi jedan, tri, šest ili dvanaest mjeseci. Njihovom emisijom se na jednoj strani prikupljaju slobodna novčana sredstva na domaćem tržištu koja se koriste za premošćavanje neravnoteže u prilivu i odlivu sredstava – za pokriće trenutnih budžetskih deficita, ili otplate duga unutar budžetske godine. Na drugoj strani se smanjuje potreba za deficitarnim finansiranjem države iz primarne emisije.

Ugovor o reotkupu (repo ugovor) predstavlja vrstu zaduživanja putem zalaganja kratkoročnih finansijskih instrumenata (najčešće državnih obveznica) koje predstavljaju kolektaral, uz dogovor o reotkupu, koji može biti prekonocni, ali može glasiti i na nešto duži vremenski period. U suštini se radi o tome da strana koja učestvuje u repo aranžmanu prvo prodaje hartije od vrijednosti, a zatim se obavezuje da ih otkupi od istog kupca po cijeni koja je unaprijed dogovorena i na dan koji je unaprijed utvrđen. U SAD-u, na primjer, postoje repo ugovori s opštim kolateralom, gdje se kao kolateral prihvata bilo koja državna hartija od vrijednosti, i specijalnim kolateralom kod kojeg se kao kolateral prihvata posebna hartija od vrijednosti (Fleming i Gardabe, 2007).

Osnovni oblik mobilizacije kapitala od strane države, potrebnog za ostvarivanje ciljeva ekonomske politike, odnosno za njeno nesmetano funkcionisanje, jeste emisija srednjoročnih (eng. Treasury Notes) i dugoročnih (eng. Treasury Bonds) državnih hartija od vrijednosti, koje mogu biti različitih formi i oblika. Osim klasičnih

srednjoročnih i dugoročnih obveznica, izdvaja se i nekoliko državnih obveznica karakterističnih po posebnim osobinama, kao na primjer:

- Državne obveznice s varijabilnom kamatnom stopom (eng. Variable Rate Government Bonds);
- Državne obveznice s fluktuirajućom kamatnom stopom (eng. Floating Rate Government Debts);
- Perpetualne obveznice, koje nemaju rok dospijeca (eng. Perpetual Bonds);
- Amortizacione obveznice, koje donose investitoru jednake periodične iznose (eng. Amortized Bonds);
- Indeksirane državne obveznice, kod kojih su kamate i glavnice vezane najčešće za indeks cijena (eng. Indexed Government Bonds);
- Kuponske obveznice, kod kojih se glavnica isplaćuje o roku dospijeca a kamata u jednakim ratama (eng. Coupon Bonds);
- Osigurane obveznice, kojima su u kolateral založeni državni prihodi (eng. Collateralized Bonds);
- Otkupljive državne obveznice, emitovane na veoma dug rok, s opcijom promjene dospijeca (eng. Retractable Government Bonds);
- Državne obveznice s mogućnošću produženja, koje daju emitentu mogućnost produženja roka (eng. Extendible Government Bonds);
- Konvertibilne državne obveznice, koje imaoću daju mogućnost zamjene za novu obveznicu prema unaprijed dogovorenim uslovima (eng. Convertible Bonds);
- Obveznice lokalnih organa uprave (eng. Municipal Bonds);
- Obveznice vladinih agencija (eng. Government Agency Bonds).

Osim utrživih, valja pomenuti i neutržive instrumente državnog duga, koji su namijenjeni malim individualnim investitorima, a koje utiču na poboljšanje štednje stanovništva, od kojih se izdvajaju državne štedne obveznice (eng. Government Saving Bonds), s rokom dospijeca od jedne do dvanaest godina. Ovi instrumenti su karakteristični po tome što zadovoljavaju istovremeno i potrebe za finansiranjem države, ali i preferencije malih investitora, kao i po tome što nijesu namijenjene za trgovinu na sekundarnom tržištu, već se drže do isteka roka dospijeca. Osim njih, postoje i neutrživi instrumenti državnog duga koji se vezuju za finansijske institucije, poput banaka i osiguravajućih društava.

Konačno, među ostalim mehanizmima državnog zaduživanja se izdvaja i zaduživanje države kod centralne banke, koje je u tehničkom smislu lako izvodljivo, ali koje sa sobom vuče čitav niz potencijalnih rizika, zbog čega se u većini modernih država zabranjuje ili u najmanju ruku ograničava.

U posljednje vrijeme se tržište državnih hartija od vrijednosti karakteriše brojnim inovacijama, od kojih posebno treba istaći tzv. „rezanje obveznica“, pod kojom se podrazumijeva praksa da se od formiranog portfelja kuponskih dugoročnih državnih obveznica kreira serija diskontnih instrumenata. Ovo na način što se jedna, npr. desetogodišnja državna obveznica s polugodišnjom isplatom kupona investitoru, koja daje dvadeset jedan novčani priliv (dvadeset isplata kamate i jedna isplata glavnice) dijeli na dvadeset i jednu beskuponsku (diskontnu) obveznicu, koje dospijevaju tačno kada i novčani tok koji predstavljaju (Marinković, 2011).

U svakom slučaju, izbor instrumenta javnog duga zavisi od mnoštva faktora koji se razlikuju od države do države. U tom smislu su od posebne važnosti makroekonomski uslovi u kojima privreda funkcioniše, budući da predstavljaju značajan činilac od kojeg zavisi mogućnost emitovanja dugoročnih državnih hartija od vrijednosti, kao i vrsta i preferencije investitora, i karakter monetarne politike koji je prisutan u državi.

### **3.5. Međuzavisnost monetarne, fiskalne i politike upravljanja javnim dugom**

Interakcije monetarne, fiskalne i politike upravljanja javnim dugom, kao ključnog segmenta fiskalne politike, brojne su i realizuju se putem različitih kanala. Harmonizacija ciljeva i instrumenata među njima jedan je od osnovnih preduslova za uspješno funkcionisanje ekonomske politike i za izbjegavanje visoke inflacije, budžetskog deficita i niskog ekonomskog rasta, do čega obično dolazi u slučaju nepostojanja pomenute koordinacije. Međuzavisnost monetarne, fiskalne i politike javnog duga najočiglednija je na primjeru uticaja budžetskog deficita i javnog duga na kamatne stope. Postoji zavidan nivo teorijskih i empirijskih istraživanja posvećenih pomenutoj problematici, uz različite stavove o vezi između politika. Ovo zato što su jedna na stanovištu da su budžetski deficit i javni dug važni uzročnici makroekonomske stabilnosti, dok druga pridaju zanemarljiv uticaj ovih poremećaja na druge varijable.

Tako Barro (1997) i Evans (1985) naglašavaju da budžetski deficit i javni dug nemaju značajnijeg uticaja na kretanje nominalnih i realnih kamatnih stopa. Nausprot njima, Ford i Laxton (1995) i Woodford (1996) dolaze do suprotnih zaključaka, na način što dokazuju postojanje pozitivne veze između fiskalnog deficita i kamatnih stopa, odnosno da rast javnog duga dovodi do makroekonomske nestabilnosti, koja se čak ne može spriječiti monetarnom politikom. Drugi autori dokazuju važnost strukture javnog duga za implementaciju ciljeva monetarne i fiskalne politike na kratak i dugi rok (Cosimano i Gapen, 2003). Treći analiziraju ročnu strukturu duga kao važan element za njegovim upravljanjem i dokazuju da rizik raste s povećanim učešćem kratkoročnih instrumenata duga, podrivajući pri tom efekat restriktivne monetarne politike (Missale, Giavazzi i Benigno, 1997). Znatno broj autora se bavi instrumentima javnog duga, koji dokazuju da veće učešće nominalnih u odnosu na indeksirane instrumente, zbog zaštite od nepredviđenih šokova, povećava efikasnost monetarne i fiskalne politike (Cosimano i Gapen, 2003). Dalje se efikasnost monetarne politike dovodi u vezu sa segmentiranošću tržišta državnih obveznica (Avouyi–Dovi i Idier, 2010).

Inače, međuzavisnost monetarne i fiskalne politike posebno dolazi do izražaja kod načina finansiranja budžetskog deficita, odnosno u politici vezanoj za javni dug, jer u ovim politikama nije jednostavno odvojiti fiskalni od monetarnog dijela. Riječju, upravljanje javnim dugom je važno ne samo zbog toga što on služi za finansiranje budžetskog deficita, već i zbog toga što se u njemu preklapaju monetarna i fiskalna politika, odnosno dolazi do međuslovljenosti politika.

Upravljanje dugom utiče na fiskalnu politiku na način što struktura duga determiniše fiskalne troškove njegovog finansiranja, od kojih zavisi i fiskalna održivost. Uticaj na monetarnu politiku se ogleda u tome što će u zavisnosti od valutne strukture duga,



pitanja da li se država zadužila na finansijskom ili nefinansijskom sektoru, zavisiti i intenzitet uticaja na monetarne agregate, količinu novca u opticaju i visinu deviznog kursa, što sve skupa može da dovede u pitanje kapacitet monetarnih vlasti da očuvaju visinu kamatnih stopa na potrebnom nivou.

Monetarna politika politikom kamatnih stopa i deviznog kursa utiče na politiku upravljanja dugom preko strukture duga, putem limitiranja iznosa duga u stranoj valuti. Uticaj na fiskalnu politiku se ostvaruje načinom vođenja monetarne politike, od koje zavise kamatne stope i dostupnost finansijskih sredstava, te samim tim i kapacitet države da finansira deficit. Ovo iz razloga što visoke kamatne stope i inflacija imaju negativan efekat na budžetske prihode, budući da usporavaju privrednu aktivnost i povećavaju trošak finansiranja duga.

Konačno, fiskalna politika na politiku upravljanja dugom utiče preko odnosa fiskalnih prihoda i rashoda budući da se na taj način određuje potreban nivo javnog duga. Uticaj na monetarnu politiku se ostvaruje preko finansijskih potreba države i načina na koji će potrebe biti realizovane. To će predstavljati bitan faktor od kojeg će zavisiti nivo monetarnih agregata, količina novca u opticaju i vrijednost nacionalne valute, s obzirom da neodrživo upravljanje dugom po pravilu dovodi do povećanja inflacionih očekivanja, rasta kamatnih stopa i promjene vrijednosti nacionalne valute.

Ipak, najjednostavniji način za prikazivanje fundamentalne povezanosti između politike javnog duga, monetarne politike i fiskalne politike, jeste putem jednakosti koja polazi od konsolidovanog budžetskog ograničenja države:

$$G - T + rB = \frac{dB}{t} + \frac{dM}{t} \quad (1)$$

gdje je  $G$  – nivo javne potrošnje<sup>104</sup>,  $T$  – prihod od poreza,  $B$  – državni dug,  $r$  – realna kamatna stopa,  $M$  – monetarna baza.

Da bismo dobili jasniju vezu između duga i deficita, zanemarimo emisiju novca kao moguć način finansiranja deficita, nakon čega dolazimo do sljedeće jednakosti, koja pokazuje da je promjena stanja državnog duga tokom godine  $t$  jednaka deficitu tokom te iste godine:

$$Deficit_t = B_t - B_{t-1} \quad (2)$$

Ako sada jednačinu (2) uključimo u jednačinu (1), dobijamo novi oblik budžetskog ograničenja države koji povezuje promjenu stanja državnog duga i početni nivo duga s primarnim deficitom (razliku između javne potrošnje i poreza) i plaćanjem kamate na državni dug:

$$B_t - B_{t-1} = G - T + rB$$

Prebacivanjem  $B_{t-1}$  na desnu stranu i daljim sređivanjem, dobijamo:

---

<sup>104</sup> Ne uključuje plaćanje kamate na javni dug.

$$B_t = (1 + r) B_{t-1} + G - T \quad (3)$$

Na osnovu jednačine (3) zaključujemo da je dug na kraju godine  $t$  jednak proizvodu duga na kraju godine  $t - 1$  i  $(1 + r)$  povećanim za primarni deficit tokom godine  $t$ . Dijeljenjem jednačine (3) s  $Y_t$ , uz pretpostavku da je konstantan rast proizvodnje  $g$ , sređivanjem jednačine (3) dobijamo:

$$\frac{B_t}{Y_t} - \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} = (r - g) \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} + \frac{(G_t - T_t)}{Y_t} \quad (4)$$

Jednačina (4) definiše dinamiku duga na način što ukazuje da ukoliko kamatna stopa  $r$  premaši privredni rast  $g$ , država mora da ostvari odgovarajući budžetski suficit, ukoliko želi da zadrži postojeći ratio dug/BDP.

Ukoliko je cilj da odnos između javnog duga i BDP ostane na istom nivou, odnosno:

$$\frac{B_t}{Y_t} = \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}}$$

mora da važi jednakost:

$$(r - g) \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} = \frac{(G_t - T_t)}{Y_t}$$

Lijeva strana jednačine (1) predstavlja budžetski deficit države, koji se sastoji od primarnog deficita  $(G - T)$  i kamata na državni dug  $(rB)$ . Desna strana govori o načinu finansiranja budžetskog deficita, koje se može izvršiti ili putem novog zaduživanja  $\frac{dB}{dt}$  ili emisijom novca. Da bismo na očigledniji i jednostavniji način povezali monetarnu, fiskalnu i politiku javnog duga, jednačinu (1) možemo napisati kao:

$$Deficit_t = (B_t - B_{t-1}) + (M_t - M_{t-1}) \quad (5)$$

Jednačina (5) osim što ukazuje da se budžetski deficit može finansirati ili novim zaduženjem ili emisijom novca, upućuje i na to da mora postojati adekvatan mehanizam koordinacije između fiskalne politike (vezuje se za budžetski deficit), politike upravljanja javnim dugom (vezuje se zaduživanje) i monetarne politike (odnosi se na emisiju novca).

Ukoliko nije uspostavljen relevantan mehanizam koji bi osigurao koordinaciju pomenutih politika, u tom slučaju bi mogli razlikovati tri moguće situacije, u kojima postoji dominacija monetarnih, fiskalnih, ili pak postoji potpuno nezavisno djelovanje između monetarnih i fiskalnih vlasti (Laurens i Piedra, 1998). U slučaju postojanja dominantne uloge monetarnih vlasti, količina novca u opticaju je primjerena postavljenim ciljevima monetarne politike a ne finansijskim potrebama države za finansiranjem deficita. U tom slučaju je država primorana ili da smanji budžetski deficit kako bi ga prilagodila raspoloživim sredstvima, ili da do potrebnih sredstava dođe oslanjajući se na strana finansijska tržišta, ili da sredstva obezbijedi na domaćem tržištu, što bi svakako uticalo na rast kamatnih stopa.

Ukoliko, pak, postoji dominacija fiskalnih vlasti, nivo budžetskog deficita će se odrediti nezavisno od monetarnih vlasti. U zavisnosti od mogućnosti njegovog finansiranja na tržištu obveznica, monetarne vlasti će biti primorane da monetizuju deficit, što će gotovo izvjesno dovesti do inflatornog pritiska i pritiska na devizne rezerve. I konačno, u slučaju postojanja trećeg scenarija koji podrazumijeva nezavisno ali međusobno nekoordinirano djelovanje monetarnih i fiskalnih vlasti, fiskalnim vlastima preostaje da pokušaju da isfinansiraju deficit koji nije pokriven senjoražom, na domaćem ili međunarodnom finansijskom tržištu, što često nije moguće zbog nerazvijenosti prvog, a ograničene dostupnosti drugog. U tom slučaju se gubi nezavisnost vlasti, što nas vraća na jedan od dva prethodno pomenuta slučaja.

Ranije politika upravljanja javnim dugom nije posmatrana kao posebna, već kao podređena monetarnoj i fiskalnoj politici. Međutim, politika upravljanja javnim dugom, kao nezavisna politika, uzima maha od 80-tih godina XX vijeka, zahvaljujući sve izraženijem trade-offu koji se počeo javljati između tri politike. Tako je konflikt između monetarne i politike upravljanja javnim dugom uglavnom vezan za visinu kamatne stope i činjenicu da ukoliko bi dvije politike bile pod kontrolom monetarne vlasti, stalno bi postojali suprotni ciljevi između visine inflacije i kamatne stope, jer su ta dva cilja konfliktna.

Za razliku od toga, konflikt s fiskalnom politikom odnosi se na njenu težnju za niskim troškovima servisiranja duga u kratkom i srednjem roku, bez obzira što se orijentisanost fiskalne politike na kratak rok može negativno odraziti na nivo duga u dugom roku. Prisutno je bilo očekivanje da će odvajanje politika eliminisati konflikte među njima i poboljšati kredibilitet politika. Pri tom kredibilitet politika zavisi od postojanja onoliko instrumenata koliko ima ciljeva (Tinbergenovo pravilo) kao i od konzistentnosti samih politika, zbog čega je koordinacija među njima postala neophodna kako bi se ostvarili željeni ciljevi (Togo, 2007; IMF i WB, 2003). Pomenute tendencije su uticale na liberalizaciju i razvoj finansijskih tržišta, što, na primjer, utiče na smanjivanje uloge centralne banke na tržištu državnih hartija od vrijednosti.

Pogled na upravljanje javnim dugom nakon Velike ekonomske krize se mijenja, budući da je mnogo veći uticaj dospijeća, ročnosti, načina emisije duga i ostalih segmenata politike upravljanja javnim dugom na ostale politike. Odnosno izraženija je interakcija politike upravljanja javnim dugom, monetarne politike i finansijske stabilnosti. Kako je ekonomska kriza uticala na preispitivanje uloge centralne banke kroz promjenu njenog fokusa s cjenovne stabilnosti na finansijsku stabilnost, tako je došlo i do preispitivanja politike upravljanja javnim dugom.

U normalnim okolnostima, centralna banka i jedinica za upravljanje javnim dugom kao nezavisne institucije su s odvojenim ciljevima i instrumentima funkcionisale bez konflikata među njima. Međutim, kako je ekonomska kriza uticala za zamagljivanje veze između pomenutih institucija, javila se potreba za stavljanje posebnog naglaska na neophodnost uspostavljanja snažne koordinacije menadžera za upravljanje dugom i monetarnih i fiskalnih vlasti, posebno u situaciji tzv. fiskalne dominacije u kojoj je prisutna izražena fiskalna slabost, visok nivo državnog duga i izražena neizvjesnost u vezi budućih kamatnih stopa. U takvim okolnostima upravljanje niti jednom politikom ne može biti neutralno na drugu, zbog čega je potrebna promjena pristupa u odnosu na dosadašnji način funkcionisanja (Blommenstein i Turner, 2011).

**III MEĐUNARODNA KOORDINACIJA EKONOMSKIH  
POLITIKA S OSVRTOM NA EVROPSKU MONETARNU  
UNIJU**

# 1. Međunarodna koordinacija ekonomskih politika

## 1.1. Teorijski pristup međunarodnoj koordinaciji ekonomskih politika

Međunarodnu koordinaciju ekonomskih politika je moguće definisati na razne načine. Za jedne je to razmjena informacija između kreatora ekonomskih politika više zemalja. Za druge je to skup aktivnosti usmjeren u pravcu dogovora oko okvira, smjernica, kao i instrumenata i mjera za vođenje nacionalnih ekonomskih politika više zemalja. Ipak, nešto preciznija definicija u literaturi govori o tome da je međunarodna koordinacija ekonomskih politika zapravo sporazum između dvije ili više zemalja o kooperativnom setu promjena politike, gdje niko ne želi da posegne za promjenom, ali gdje svako očekuje promjenu na bolje, u odnosu na Nashovu nekooperativnu ravnotežu u kojoj svako vodi svoju politiku podrazumijevajući da su druge date.

Pri tom treba praviti razliku između međunarodne koordinacije, međunarodne kooperacije, konvergencije i harmonizacije, budući da je riječ o terminima čija značenja se nerijetko prepliću. Koordinacija znači sporazum o čvršćem povezivanju država koje su postigle dogovor o ciljevima i načinu implementacije politika u funkciji njihovog ostvarivanja, dok je kooperacija manje obavezujuća, jer se u najjednostavnijem smislu odnosi na dogovor o razmjeni informacija među državama i međunarodnom nadzoru nad njegovim sprovođenjem. Dok postoji jasna potreba za implementacijom mjera za unaprjeđenje međunarodne kooperacije odnosno saradnje, ne postoji u literaturi takav jednoznačan dogovor o potrebi jačanja međunarodne koordinacije. Konvergencija se odnosi na dešavanja u kojima se nivoi stope rasta ekonomskih varijabli približavaju jedna drugoj tokom vremena, što se može odnositi kako na politiku tako i na ekonomske performanse. Harmonizacija se odnosi na usklađivanje ekonomskih politika, odnosno na primjenu nacionalnih propisa u cilju postizanja veće jednoobraznosti ekonomske strukture među zemljama.

Jačanje procesa globalizacije u svijetu, koje je prisutno posljednjih decenija, između ostalog utiče i na povećanje povezanosti odnosno međuzavisnosti država, koja je inače veća nego ikad. Kako međuzavisnost raste, raste i uticaj negativnih i kontraproaktivnih eksternalija domaće ekonomske politike na okolne zemlje, a povećano prekogranično prelivanje efekata makroekonomskih politika povećava značaj i potrebu za njihovom međunarodnom koordinacijom.

Međunarodna koordinacija ekonomskih politika povećava blagostanje u svakoj zemlji. Međutim, promjene u ekonomskoj politici pojedinačnih zemalja izazivaju uticaj na blagostanje drugih, generišući na taj način eksternalije. Kako eksternalije izazivaju konflikte među politikama i vode ka Paretovim neefikasnim ishodima, koordinacija se nameće kao neophodnost kako bi pomenute ishode učinila efikasnijim. Drugačije rečeno, međunarodna koordinacija je najbolji mehanizam za internacionalizaciju eksternalija.

Teorijska i empirijska istraživanja međunarodne koordinacije ekonomskih politika intenzivnije počinju da se razvijaju od 70-tih godina XX vijeka, kada se javljaju prvi modeli kojima se objašnjavaju razlozi za uspostavljanjem koordinacije i benefiti njenog postojanja. Stari kejnzijanski modeli, nastali nakon napuštanja Bretton–Woodskog sistema zasnovanog na fiksnim deviznim kursovima, a koji predstavljaju

prvu generaciju modela teorije igara koji objašnjavaju koordinaciju ekonomskih politika, bavili su se teorijskom argumentacijom vezanom za potrebu njenog uspostavljanja. Paralelno s tim, empirijska istraživanja pokazala su da su benefiti koordinacije u kvantitativnom smislu relativno mali.<sup>105</sup> Ovo i ne treba da čudi ukoliko imamo u vidu da je u tom periodu intenzitet međunarodne integracije bio i suviše skroman.

Nakon toga se razvija druga generacija, ili takozvani novi kejnzijanski modeli međunarodne koordinacije ekonomskih politika, koji ne daju do kraja precizan odgovor da li je potrebna međunarodna koordinacija, a to pitanje ostavljaju najčešće otvorenim.<sup>106</sup> Zapravo, konsenzus o koristima međunarodne koordinacije veoma se malo promijenio u odnosu na onaj koji je važio za prvu generaciju modela. Ipak, najnovija istraživanja bazirana upravo na bazi nove generacije modela Obstfelda i Rogoffa (2002), i Corsettia i Pesentia (2001), koji su dodatno razvijeni, pokazuju da je međunarodna koordinacija ekonomskih politika važnija nego što je ikada bila u prvoj generaciji modela.<sup>107</sup>

Problem međunarodne koordinacije posebno dobija na važnosti i značaju nakon suočavanja s najnovijom Velikom ekonomskom krizom, i njenim posljedicama odnosno devijacijama na međunarodnom planu. Zbog toga je potrebno posvetiti mnogo više analitičke pažnje fenomenu koji je aktuelan i koji je predmet intenzivnijeg izučavanja u posljednjih nekoliko decenija, a čija važnost raste s povećanom integracijom svjetske ekonomije, posebno izraženom posljednjih godina.

Naime, potreba uspostavljanja međunarodne koordinacije se u novije vrijeme ogledala u činjenici što je zahvaljujući njenom postojanju spriječen nastanak još dublje recesije od one započete 2007. godine na američkom hipotekarnom tržištu. I ne samo to, koordinacija je važna i danas kada treba uspostaviti osnov za ekonomski oporavak na globalnom nivou, što svakako nije moguće bez koordinirane aktivnosti nosilaca ekonomskih politika, jer postoji snažan trend nastajanja novih zajedničkih finansijskih i ekonomskih izazova na koje je jedino moguće odgovoriti na globalnom planu.

Tako je na primjer globalna ekonomska kriza podstakla Međunarodni monetarni fond da izvuče pouke i da razvije niz inovacija koje će obezbijediti kvalitetniju međunarodnu kooperaciju ekonomskih politika. U tom smislu su nakon krize razvijene sljedeće inovacije:

- Uveden je princip „ranog praćenja“ u koordinaciji s Odborom za finansijsku stabilnost, putem kojeg je ojačan sistem praćenja rizika s kojima se suočava globalna ekonomija;
- Uspostavljen je Program procjene finansijskog sektora za dvadeset pet članica MMF-a koje imaju sistemski važne finansijske sisteme;

---

<sup>105</sup> Vidjeti zaključke sljedećih istraživanja: Hamada, 1979; str. 292–324; Oudiz i Jeffery, 1984; str. 1–64; Canzoneri i Gray, 1985; str. 547–564.

<sup>106</sup> Pogledati: Obstfeld i Rogoff, 2002; str. 503–535; Corsetti i Pesenti, 2001.

<sup>107</sup> Vidjeti: Canzoneri, Robert i Diba, 2005; str. 363–384.

- Povećan je fokus na povezanost ekonomija i efekat preliivanja ekonomskih politika, a posebno na efekte preliivanja između sistemski najvažnijih ekonomija i regiona – SAD, EU, Kine, Japana, Velike Britanije<sup>108</sup>;
- Unaprijeđeno je razumijevanje makrofinansijskih veza (Lipsy, 2011).

Na bazi platforme sastavljene na osnovu pomenute dvije generacije modela, modeliranje međunarodne koordinacije ekonomskih politika se pomjerilo u mnoštvo različitih pravaca, fokusirajući se na brojna pitanja. Neka od tih pitanja su vezana za – vrstu problema najpogodniju za rješavanje međunarodnom koordinacijom, vrste politika koje su najpogodnije za rješavanje pojedinih problema, sredstva za sprovođenje međunarodnih sporazuma, ulogu koju neizvjesnost i razmjena informacija imaju u procesu koordinacije, mjerenje dobiti od međunarodne koordinacije politika (Meyer, Brian, Gagnon i Henderson, 2002, str. 1).

Prisutno je nekoliko razloga koji govore o neophodnosti primjene međunarodne koordinacije politika u kontekstu prisutne tendencije o povećanoj međuzavisnosti među makroekonomskim politikama. Prvi je vezan za činjenicu da snažna međuzavisnost ekonomskih politika povećava izloženost pojedinačnih zemalja poremećajima vezanim za kamatne stope i platni bilans. U cilju otklanjanja poremećaja, svaka pojedinačna zemlja će biti motivisana da koristi odgovarajući instrumentarijum koji joj stoji na raspolaganju za stabilizaciju kamatnih stopa i uravnoteženje platnog bilansa, što mogu biti na globalnom nivou međusobno nekonzistentni ciljevi. To je razlog za uspostavljanje međunarodne koordinacije politika, odnosno ciljeva kojima treba težiti. Drugim riječima, mogućnost da individualna težnja za ostvarivanjem nacionalnih ciljeva ekonomske politike može prouzrokovati neželjni nivo autputa za svijet u cjelini, jedan je od suštinskih razloga za implementaciju međunarodne koordinacije ekonomskih politika u visoko integrisanoj svjetskoj ekonomiji, nastaloj kao rezultat procesa globalizacije.

Povećana međuzavisnost može usporiti efikasnost domaćih makroekonomskih politika kod postizanja domaćih ciljeva, poput niske i stabilne inflacije, pune zaposlenosti, stabilnih kamatnih stopa i platnog bilansa. Ovo čak i u situaciji kada pomenuti ciljevi nijesu međusobno konfliktni s ciljevima drugih zemalja, što je bio slučaj u prethodnom primjeru. To je svakako još jedan od razloga za primjenu međunarodne koordinacije.

Konačno, preliivanje efekata primjene pojedinih instrumenata ekonomskih politika s jedne na drugu zemlju može biti uzrok makroekonomskih poremećaja u tim zemljama, koji se može završiti pogoršanjem ekonomskih indikatora u svim zemljama, bez konačnih efekata po bilo koju od njih. Dakle, prisustvo povećanih eksternalija ekonomskih politika može da prouzrokuje potrebu za preduzimanjem neželjenih mjera koje čine situaciju generalno lošijom za sve države, nego što bi morala da bude, da nije bilo djelovanja eksternalija.<sup>109</sup>

---

<sup>108</sup> Velika Britanija se posebno u ekonomskom smislu tretira od EU.

<sup>109</sup> Pogledati detaljnije o razlozima zbog kojih je potrebna međunaordna koordinacija ekonomskih politika: Fratianni, Dominick i Hagen, 1997.

Međutim, osim pomenutih faktora koji utiču na povećanje značaja međunarodne koordinacije, postoje i oni koji otežavaju pomenuti proces, kao na primjer:

- Težina procesa usaglašavanja oko zajedničkih ciljeva na međunarodnom nivou zbog različitih pojedinačnih preferencija;
- Nemogućnost postizanja konsenzusa o načinu funkcionisanja ekonomskog sistema;
- Troškovi pregovaranja i postizanja političkih sporazuma kada postoje podsticaji, odnosno motivacija da se prekše i kada se javlja nespremnost donosilaca odluka da ograniče svoj manevarski prostor;
- Kompleksnost donošenja odluka o politikama koje treba implementirati u funkciji ostvarenja prethodno dogovorenih ciljeva;
- Različita osjetljivost država na efekte preliivanja politika, odnosno na eksternalije;
- Obaveznost odricanja od dijela sopstvenog suvereniteta;
- Neravnomjeran privredni razvoj;
- Diverzifikovana koncentracija resursa među zemljama;
- Odsustvo potrebnog povjerenja među zemljama;
- Poistovjećivanje instrumenata s ciljevima međunarodne koordinacije;
- Posmatranje koordinacije kao sredstva za ostvarivanje kratkoročnih ciljeva vezanih za političke, a ne za ekonomske cikluse od strane pojedinih nosilaca ekonomskih politika.

Ovi i niz drugih faktora otežavaju, a samim tim i usporavaju kvalitetnije uspostavljanje međunarodne koordinacije ekonomskih politika.

## **1.2. Oblici međunarodne koordinacije ekonomskih politika**

Međunarodna koordinacija može biti uspostavljena na različite načine. Postoje brojni primjeri potpunih koordinacija koje se odnose na koordinaciju svih ekonomskih politika. Nijesu rijetki ni drugi kod kojih je prisutna koordinacija pojedinih instrumenata ekonomske politike među zemljama. Osim toga, postoje i takozvane ad hoc koordinacije koje se odnose na interakciju država na osnovu koje se akcije preduzimaju jedino u slučaju postizanja dogovora o tome između njih. Za razliku od ad hoc koordinacije, kod institucionalizovane koordinacije odluke se donose kolektivno među državama članicama, ili to rade relevantne institucije koje su proizašle iz samog članstva.

Bez obzira da li je riječ o potpunoj ili djelimičnoj, koordinacija se može realizovati putem različitih oblika, odnosno mehanizama. Mehanizmi se zasnivaju na korišćenju dva pristupa. Prvi je vezan za korišćenje manje ili više čvrstih pravila kojih se kreatori politika moraju pridržavati. Drugi se odnosi na koncept zasnovan na korišćenju diskrecionih mjera usmjerenih u pravcu dostizanja ciljeva oko kojih je prethodno postignut međudržavni dogovor. Prvim pristupom su, dakle, kreatori nacionalnih ekonomskih politika vezani pravilima, dok u drugim postoji samo međudržavni dogovor oko zajedničkih ciljeva kojima treba težiti, uz potpunu autonomiju nosilaca nacionalnih ekonomskih politika o načinu njihovog upravljanja usmjerenom u cilju postizanja prethodno zajednički dogovorenih ciljeva.



Zagovornici korišćenja pristupa zasnovanog na pravilima, svoje zalaganje temelje na nekoliko argumenata. Prvi se odnosi na pretpostavku da će primjena pravila u međunarodnoj koordinaciji smanjiti potrebu za njom, što se uostalom može postići primjenom jednostavnih pravila, kao što je bio slučaj s pravilom za obavezu primjene fiksnih deviznih kurseva. Pravila takođe onemogućavaju donosioce odluka da manipulišu s instrumentima ekonomske politike u funkciji postizanja sopstvenih ciljeva. Primjena pravila čini predvidljivijim način djelovanja nosilaca ekonomske politike, što ostavlja prostora privatnom sektoru da ih na vrijeme anticipira i da se u skladu s tim ponaša. U konačnom, oslanjanje na princip pravila na neki način je prevencija od moguće destabilizacije izazvane finim prilagođavanjem, koja bi u suprotnom mogla da nastupi.

Poštovaoci primjene diskrecionih mjera u međunarodnoj koordinaciji uglavnom smatraju da bi korišćenje pravila pospješilo disciplinu kreatora ekonomske politike jedino ukoliko su kazne za nepoštovanje pravila dovoljno visoke da ih odvrate od njihovog kršenja, što u praksi često nije slučaj. Takođe, smatraju da ne postoje dovoljno čvrsti dokazi koji govore o tome da će pravila dovesti do benefita zbog veće predvidljivosti politike. Na kraju, zagovornici primjene diskrecionih mjera često iznose i argument da se prednosti primjene pravila, vezanih za prevenciju od moguće destabilizacije izazvane politikom tzv. „finog prilagođavanja“ (eng. Fine Tuning), potiru s efektima koje prouzrokuje gubljenje mogućnosti da se pravovremeno odreaguje na iznenadne promjene u okruženju.

Konačno, donosiloci odluka moraju ozbiljno uzeti u razmatranje i jedne i druge argumente. Čini se da u literaturi prevladava stav da je najveći broj uspješnih primjera koordinacije zasnovan na pravilima, a ne na diskreciji, kada je riječ o međunarodnoj koordinaciji ekonomskih politika.

Među oblicima međunarodne koordinacije ekonomskih politika možemo ubrojiti i one koji se zasnivaju na tzv. centralizovanoj koordinaciji gdje je jedna zemlja u situaciji da drugima nameće pravila i smjernice kojih se ove trebaju pridržavati i sprovoditi. Nasuprot njoj, postoji i decentralizovana koordinacija gdje ne postoji ničiji primat, već se države dogovaraju o formi i sadržaju pravila koja će nakon usaglašavanja u narednom periodu sprovoditi. U slučaju da se ne uspije postići opšti dogovor oko ciljeva, instrumenata i smjernica pomoću kojih će biti realizovani, primjenjuje se novi oblik u liku arbitraže. Postoji i oblik zvani devijacija, u okviru kojeg postoji saglasnost među državama da mogu odstupati od utvrđenih standarda, ali samo do određene granice koja takođe mora biti unaprijed dogovorena i prihvaćena od strane svih. Posljednji oblik koordinacije je tzv. federalizam, gdje relevantno nadnacionalno tijelo donosi odluku o pravilima koja su obavezujuća za sve zemlje.

Brojne prednosti međunarodne koordinacije ekonomskih politika, koje svakako prevazilaze njene nedostatke odnosno faktore koji otežavaju njen proces, ključni su razlog zbog kojeg imamo sve prisutnije različite oblike, odnosno primjere koordinacije. Zlatni standard je počivao na jasnom pravilu za prilagođavanje, ali je imao i brojne slabosti poput raznorodnosti članica, odnosno velikih varijacija među državama po ključnim makroekonomskim parametrima, te omogućavanja gomilanja sistemskih asimetrija i stresa, zbog čega nije bio moguć dogovor oko toga ko bi i koliko trebao da se prilagođava kome, a što je u konačnom i bio jedan od uzroka njegovog raspada. U međuvremenu su nastali novi primjeri koordinacije. Oblici

koordinacije poput EU, OECD-a, Svjetske trgovinske organizacije, grupa G7 i G20, NAFTE, čitavog niza multilateralnih i regionalnih organizacija, ukazuju na sve prisutniji trend zasnovan na međunarodnoj koordinaciji.

## **2. Monetarna politika u Evropskoj monetarnoj uniji**

### **2.1. Strateški izbor monetarne politike**

Osnovni zadatak monetarne politike koju sprovodi Evropska centralna banka (ECB) jeste sprovođenje monetarne politike u eurozoni s ciljem održavanja stabilnosti cijena. To je istovremeno i prvi korak u formulisanju strategije monetarne politike. Savjet guvernera ECB oktobra 1998. godine objavljuje da pod stabilnošću cijena, podrazumijeva „rast iz godine u godinu, harmonizovanog indeksa potrošačkih cijena (HICP) za eurozonu ispod 2%.“ Definisana stabilnost cijena održava u srednjem roku, uz dozvoljena kratkoročna kolebanja oko referentne vrijednosti. (European Central Bank, 2011, str. 55-56). Naknadno je minimalno pojašnjena definicija stabilnosti cijena na način što je konstatovano da definicija podrazumijeva održavanje godišnjeg harmonizovanog indeksa potrošačkih cijena ispod, ali blizu 2% u srednjem roku, kako se ne bi pogrešno razumjelo da ECB naginje deflaciji. Srednji rok je logičan vremenski period koji se uzima kao relevantan, kako bi se spriječio pretjerani učestali aktivizam od strane nosilaca monetarne politike koji bi stvorio nepotrebnu kratkoročnu volatilnost.

Na ovaj način definisan cilj monetarne politike povlači niz prednosti:

1. Lak je za razumijevanje pa time doprinosi povećanju transparentnosti monetarne politike;
2. Obezbeđuje se mehanizam za preciznije mjerenje učinaka ECB;
3. Pruža sidro za formiranje inflacionih očekivanja, pod pretpostavkom da su inflaciona očekivanja ključna determinanta aktuelne inflacije;
4. Pruža sigurnosnu rezervu između cilja vezanog za stabilnost cijena i nulte inflacije;
5. Omogućava da se prevaziđe rizik prisustva greške kod mjerenja oličene u povećanom prikazivanju harmonizovanog indeksa potrošačkih cijena, pri čemu izmjerena stopa inflacije može da precijeni pravu stopu inflacije jer prethodna ne uzima u obzir faktore kao što su poboljšanje kvaliteta proizvoda;
6. S obzirom da se ne navodi precizan numerički cilj, predstavlja pomoć za razlike u stopama inflacije u monetarnoj uniji sastavljenoj od heterogenih zemalja.<sup>110</sup>

Može se zaključiti da je stanovište ECB da je „inflacija uvijek i svuda monetarni fenomen“ i da „cjenovna stabilnost povećava potencijal za privredni rast“. Takođe je moguće naglasiti da je ECB blizak pristup tzv. dugoročne neutralnosti novca koji govori o tome da je dugoročni privredni rast determinisan realnim faktorima –

---

<sup>110</sup> Pogledati: European Central Bank, 2011; str. 64-67; Carboni, Hofmann i Zampolli, 2010; Issing i Tristani, 2005; str. 62-64.

prirodnim resursima, stopom rasta populacije, tehničkim vještinama radne snage. Najviše što monetarna politika može da uradi, da bi podstakla dostizanje potencijalno moguće stope privrednog rasta, jeste da obezbijedi stabilan nivo cijena (European Central Bank, 2011, str. 55-56).

Da bi ovaj zadatak ostvarila, ECB primjenjuje kombinovanu strategiju monetarne politike na način što se oslanja na strategiju monetarnog targetiranja, koja sadrži i elemente inflacionog targetiranja. Umjesto strategije koja se oslanja na jednom indikatoru, ECB se opredijelila za strategiju koja uzima u obzir dva uporišta (oslonca). Prvi oslonac se odnosi na monetarnu analizu, dajući novcu prominentnu ulogu. Kako je inflacija u dugom roku „monetarni fenomen“, Savjet guvernera ECB je 1998. godine objavio kvantitativnu referentnu vrijednost<sup>111</sup> stope rasta monetarnog agregata M3 (najšireg monetarnog agregata) od 4.5%.<sup>112</sup> Ovo upućuje da je riječ o labavijem obliku monetarnog targetiranja. Drugi oslonac se odnosi na ekonomsku analizu, i neodređen je budući da ECB koristi veoma širok opseg konjunkturalnih, uglavnom nemonetarnih indikatora budućeg kretanja cijena, s fokusom na realna kretanja i finansijsko stanje privrede. U sebi sadrži: devizni kurs, nadnice, indikatore fiskalne politike, cijene obveznica, izvještaje o potrošnji, i slično. Na osnovu ovoga se može zaključiti da se strategija ECB zasniva i na elementima ciljne stope inflacije. Oslonac ima za cilj da se njegovim praćenjem identifikuju rizici po stabilnost cijena na kratak i srednji rok, na način što će se vršiti praćenje širokog broja ekonomskih i finansijskih indikatora. Dakle, kako primjećuju Carboni, Hofmann i Zampoli, dva oslonca čine komplementarne perspektive determinanti inflacije. (Carboni, Hofmann i Zampoli, 2010, str. 57).

Dakle, ECB se umjesto čistog oblika monetarnog targetiranja opredijelila za blaži oblik vezan za referentnu vrijednost monetarnog agregata M3. Ovo iz razloga što cilj ECB nije da dostigne referentnu vrijednost u određenom momentu u vremenu, već više služi kao veličina na osnovu koje će se procjenjivati rizik stabilnosti cijena. Zato referentna vrijednost koja se ogleda u određenom monetarnom agregatu treba da zadovolji nekoliko kriterijuma:

- Da je stabilna tražnja za novcem;
- Da monetarni agregat koji se za koristi definisanje referentne vrijednosti posjeduje svojstva vodećeg indikatora;
- Da je monetarni agregat moguće kontrolisati.

ECB je uzimajući u obzir kriterijume koje je neophodno zadovoljiti procijenila da je najadekvatniji najširi monetarni agregat M3 kao indikator referentne vrijednosti, odnosno da je, kako je prethodno rečeno, referentna vrijednost godišnjeg rasta M3 4,5%.

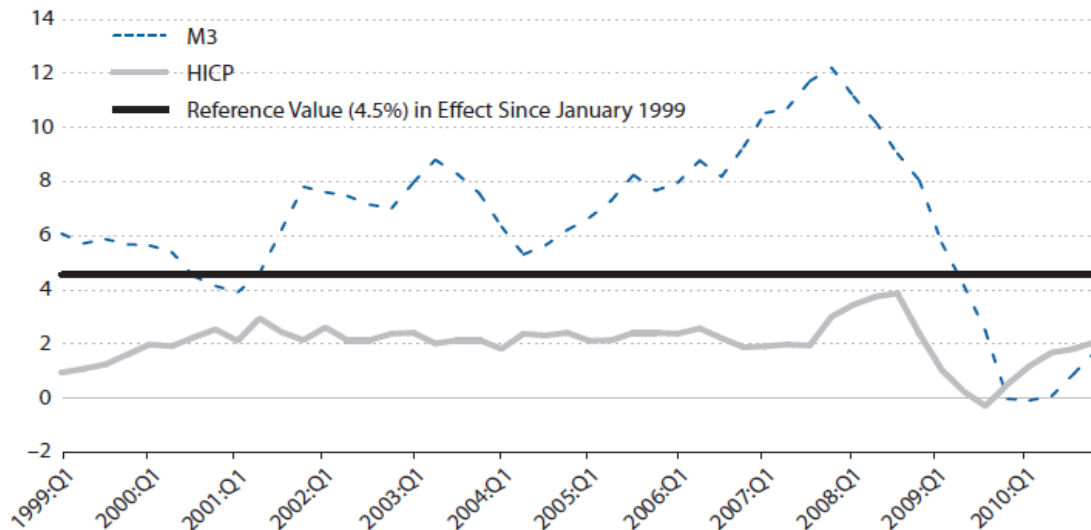
---

<sup>111</sup> ECB koristi termin referentna vrijednost, a ne cilj, iz razloga što odstupanje aktuelne stope rasta M3 od ciljane stope rasta M3 posmatra fleksibilno, što znači da u slučaju odstupanja ove dvije veličine, ECB može, ali i ne mora reagovati. Najčešće ECB ostvaruje uticaj na M3 preko promjene kratkoročnih kamatnih stopa.

<sup>112</sup> Do referentne vrijednosti od 4.5% se došlo na osnovu Fišerova kvantitativne teorije novca, odnosno jednakosti  $m + v = p + y$ , gdje se nakon zamjene procijenjenih vrijednosti elemenata formule ( $\Delta y = 2\%$ ,  $\Delta v = -0.5\%$ , i  $\Delta p = 2\%$ ), dobija da je  $\Delta m = 4.5\%$ .

Međutim, kada je riječ o prvom kriterijumu, savremena empirijska istraživanja stoje na stanovištu da je godišnji rast monetarnog agregata M3 nakon uvođenja eura skoro uvijek iznad njegove referentne vrijednosti od 4,5% određene 1998. godine, dostižući čak nivo od 12,4% 2007. godine, i implicirajući da referentna vrijednost od 4,5% više nije važeća. Stoga, sva istraživanja počev od 2000. godine polaze od pretpostavke da je M3 nestabilan (npr. Beyer, Fischer i von Landesberger (2007); Fischer et al. (2007); Fischer i Pill, (2010)). Opravdanje nalaze u sljedećem grafiku (29):

Grafik 29: M3 i godišnja stopa rasta HICP



Izvor: Evropska centralna banka

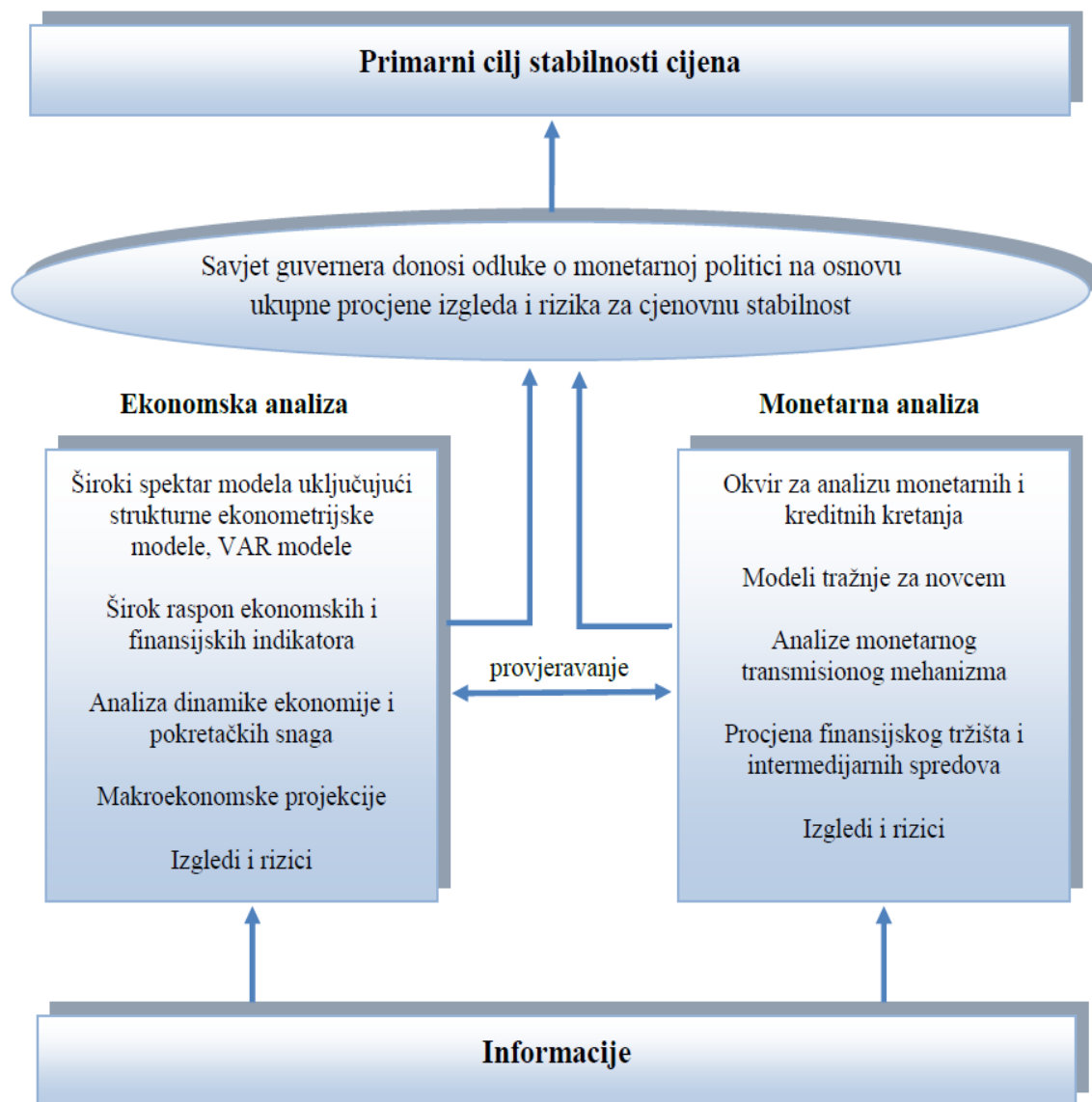
Kako se samo na osnovu monetarnih kretanja ne može donositi odluka o procjenama rizika cjenovne stabilnosti, potrebno je imati u vidu i čitav niz drugih specifičnih faktora koji takođe determinišu ekonomsku situaciju i mogu biti uzrok poremećaja cjenovne stabilnosti, zbog čega se i koristi i drugi oslonac. Može se zaključiti da se i jedan i drugi oslonac dopunjavaju, odnosno da se ovom hibridnom modelu strategije monetarne politike monetarna analiza koristi kao provjera nalaza ekonomske analize, kako se ne bi napravila greška zbog prevelikog oslanjanja na rezultate modela vezanih za ekonomsku analizu, što se može videti na grafiku (30).

Međutim, Velika ekonomska kriza je pokrenula brojna pitanja konceptulne prirode monetarne politike uopšte, a samim tim i strategije monetarne politike.<sup>113</sup> Nezaobilazan segment preispitivanja je i strategija monetarne politike koju primjenjuje ECB. S tim u vezi se otvara nekoliko generalnih dilema. Prva se odnosi na potrebu podizanja inflacionog targeta sa sadašnjih 2% na 4%, čime bi se stvorilo više prostora u periodu finansijskih i ekonomskih poremećaja (Blanchard, Dell'Ariccia i Mauro (2010), William (2009)). Druga dilema ukazuje na preporuku da se za target uzima agregatni nivo cijena (Woodford (2002), Gavin i Prescott (1999) i (2000), Vestin (2000) i (2006)). Treća dilema je vezana za potrebu targetiranja,

<sup>113</sup> Ovaj dio je detaljnije objašnjen u prvom poglavlju pod naslovom Posljedice globalne ekonomske krize na strategiju monetarne politike.

odnosno potrebu praćenja razvoja tržišta aktive odnosno cijena imovine poput akcija i nekretnina (Mishkin 2011). De Grauwe (2003) primjećuje da sve veći broj ekonomista smatra da bi trebalo formulisati novu strategiju „na dvije osnove“. U normalnim okolnostima bi se targetirala stopa inflacije, dok bi se u izuzetnim okolnostima pratile i cijene nekretnina, cijene akcija, bankarski krediti i novčana masa. Pomenuta dilema posebno dobija na značaju nakon posljednjih dešavanja izazvanih aktuelnom krizom.

Grafik 30: Strategija monetarne politike ECB



Izvor: The New Palgrave Dictionary of Economics, 2013.

## 2.2. Instrumentarijum monetarne politike

U funkciji ostvarivanja primarnog cilja monetarne politike vezanog za stabilnost cijena, ECB stoji na raspolaganju set tržišno orijentisanih indirektnih instrumenata, budući da se direktni instrumenti ne primjenjuju zbog distorzivnih efekata na međubankarsku konkurenciju. Pozajmljivanje kroz operacije na otvorenom tržištu se obavlja u formi povratnih transakcija, što znači da ECB kupuje sredstva u vidu repo operacija ili pak odobrava zajam obezbijeden kolateralom. U instrumente monetarne politike ECB spadaju:

- Operacije na otvorenom tržištu (eng. Open–Market Operation);
- Stalno raspoložive mogućnosti (eng. Standing Facilities);
- Minimalne obavezne rezerve (eng. Minimum Reserves).<sup>114</sup>

Operacije na otvorenom tržištu su najvažniji instrumenti monetarne politike koji koristi ECB. Povećanjem ili smanjenjem kamatnih stopa na svoje finansijske operacije, ECB ostvaruje uticaj na visinu tržišnih kamatnih stopa, dok promjenama vezanim za veličinu ponude ostvaruje direktan uticaj na količinu likvidnih sredstava. Primjenom ovog instrumenta monetarne politike ostvaruje se uticaj na nivo kamatne stope, vrši se upravljanje likvidnošću finansijskih institucija, i u konačnom se šalje signal o poziciji monetarne politike u eurozoni.

Operacije na otvorenom tržištu se dijele na četiri kategorije:

- Glavne operacije refinansiranja (eng. Main Refinancing Operations);
- Dugoročne operacije refinansiranja (eng. Longer–Term Refinancing Operations);
- Operacije finog prilagođavanja (eng. Fine Tuning Operations);
- Strukturne operacije (eng. Structural Operations).

Glavne operacije refinansiranja, kojima se utiče na nivo likvidnosti, sprovode se nedjeljno na temelju odgovarajućeg kolaterala, čiji rok dospijeća je jedna nedjelja (prije 2004. godine, rok dospijeća je bio dvije nedjelje). Izvršavaju se na aukcijama, na kojima Savjet guvernera ECB propisuje minimalnu kamatnu stopu kao i fiksni iznos likvidnosti koji se odobrava, a strane banke nude kamatne stope koje mogu biti na nivou minimalno postavljene od strane ECB ili iznad nje, uz koje potražuju određene iznose likvidnosti. Postupak sprovode na decentralizovan način nacionalne centralne banke, koje prikupljaju ponude i šalju ih ECB koja u konačnom donosi odluku o ukupnom iznosu sredstava koji će biti dodijeljen, što kasnije i distribuira ponuđačima u visini njihove ponude. Kako je ekonomska kriza počela da eskalira, ECB je u oktobru 2008. godine donijela odluku da aukcije glavnih operacija obavlja u formi s fiksnim kamatnim stopama.

Dugoročne operacije refinansiranja spadaju u sekundarni instrument monetarne politike koju ECB koristi. Sprovode se mjesečno preko povratnih repo operacija na bazi odgovarajućeg kolaterala. Uobičajen rok dospijeća je tri mjeseca, mada ECB

---

<sup>114</sup> Za detaljnije informacije, pogledati na primjer: European Central Bank, 2011.

može donijeti odluku o emisiji dodatnih dugoročnih operacija refinansiranja s dužim rokovima, poput roka od šest ili dvanaest mjeseci. Sprovode se na aukcijama na decentralizovan način od strane nacionalnih centralnih banaka. Od oktobra 2008. godine je i za ove operacije uvedena aukcija s fiksnim kamatnim stopama.

Operacije finog prilagođavanja nijesu standardan način za djelovanje na likvidnost i kamatne stope. Izvode se prema potrebi kako bi ublažile iznenadne i neočekivane fluktuacije kamatnih stopa i likvidnosti na finansijskom tržištu. Služe, dakle, za brze intervencije u slučaju neočekivanih poremećaja na tržištu, pri čemu postoji značajan stepen fleksibilnosti kada je riječ o učestalosti, načinu sprovođenja procedure, rokovima dospijea i primjeni instrumenata.

Strukturne operacije se koriste u situaciji kada ECB želi da prilagodi strukturnu poziciju naspram finansijskog sektora. Primjenjuje se direktna kupovina i prodaja hartija od vrijednosti, dok vrijeme korišćenja i rok dospijea instrumenata nijesu unaprijed određeni.

Drugi instrument monetarne politike su kratkoročni prekonoćni krediti sa unaprijed utvrđenom kamatnom stopom. Dakle, banke mogu dobiti prekonoćnu likvidnost uz odgovorajući kolateral, ali i ponuditi prekonoćnu likvidnost, na osnovu čega se formira tzv. koridor oko minimalne kamatne stope, što u konačnom stabilizuje njihovu promjenljivost na tržištu novca. Dva standardna oblika strukturnih operacija su prekonoćni krediti (eng. Marginal Lending Facility) i prekonoćni depoziti (eng. Deposit Facility). Kamatna stopa na prekonoćne kredite je viša u odnosu na odgovarajuću kamatnu stopu, zbog čega se ovi krediti koriste u krajnjoj potrebi. Pomenuti instrument se takođe realizuje na decentralizovan način preko nacionalnih centralnih banaka.

Minimalne obavezne rezerve su treći instrument monetarne politike, koji ima korektivnu funkciju i primarno služi da obezbijedi stabilizovanje kamatne stope na finansijskom tržištu, ali i da utiče na kontrolu monetarnog rasta. Stopa obavezne rezerve se obračunava na prekonoćne depozite, depozite i hartije od vrijednosti s rokom dospelosti do dvije godine, kao i instrumente novčanog tržišta s rokom dospelosti do jedne godine. Na izdvojene obavezne rezerve centralna banka plaća kamatu. ECB ne koristi zahtjev za minimalnom obaveznom rezervom kao instrument monetarne politike, već više kao instrument za „peglanje“ kratkoročnih kamatnih stopa, s obzirom da se njegovom primjenom mogu kompenzirati efekti trenutnih fluktuacija likvidnosti na tržištu. Ukoliko minimum obavezne rezerve ne bi bio primjenjivan od strane ECB, bila bi primorana da zbog fluktuacija kamatnih stopa često primjenjuje operacije finog prilagođavanja, čime bi zapravo poremetila signale koje centralna banka šalje o orijentaciji monetarne politike. Način funkcionisanja pojedinih instrumenata monetarne politike koje koristi ECB, prikazan je u tabeli (12):

Tabela 12: Instrumenti monetarne politike ECB

	Tipovi transakcija		Ročnost	Učestalost	Procedure
	Obezbeđivanje likvidnosti	Apsorpcija likvidnosti			
<b>Operacije na otvorenom tržištu</b>					
<b>Glavne operacije refinansiranja</b>	Reverzne transakcije	-	Jedna nedjelja	Nedjeljno	Standardne aukcije
<b>Dugoročne operacije refinansiranja</b>	Reverzne transakcije	-	Tri mjeseca	Mjesečno	Standardne aukcije
<b>Operacije finog prilagođavanja</b>	Reverzne transakcije Devizni swopovi	Reverzne transakcije Prikupljanje depozita sa fiksnim rokom Devizni swopovi	Nestandardizovano	Neredovno	Brze aukcije Bilateralne procedure
<b>Strukturne operacije</b>	Reverzne transakcije Direktna prodaja	Izdavanje dužničkih certifikata od ECB-a Direktna kupovina	-	Neredovno	Bilateralne procedure
<b>Stalno raspoložive mogućnosti</b>					
<b>Prekonoćni krediti</b>	Reverzne transakcije	-	Prekonoćne		Pristup na osnovu diskrecionog prava komitenta
<b>Prekonoćni depoziti</b>	-	Depozit	Prekonoćne		Pristup na osnovu diskrecionog prava komitenta

Izvor: European Central Bank, 2011; str. 12

### 2.3. Bankarska supervizija u kontekstu monetarne politike

Vođenje jedinstvene monetarne politike na zadovoljavajući način podrazumijeva i definisanje odgovarajućeg okvira koji bi obezbijedio adekvatnu superviziju banaka potrebnu za očuvanje finansijske stabilnosti. Supervizija može biti povjerena različitim institucijama. U nekim zemljama su poslovi povjereni centralnoj banci, dok je u drugim to nadležnost drugih institucija, poput ministarstva finansija ili agencija za superviziju banaka, koje često blisko sarađuju sa centralnom bankom.



U literaturi postoje različita shvatanja o tome da li bi odgovornost za monetarnu politiku i bankarsku superviziju trebalo povjeriti jednoj instituciji – centralnoj banci, ili drugoj instituciji. Argumenti koji idu u prilog razdvajanju ove dvije odgovornosti govore o tome da bankarstvo vremenom postaje složena multidisciplinarna aktivnost, zbog čega ih nazivaju finansijskim supermarketma. Zato se dešavaju novi pravci razvoja u finansijskoj superviziji koji idu u pravcu samoregulacije i oslanjanja na interno upravljanje rizicima u finansijskim institucijama.

Drugi govore o tome da bi tu ulogu trebalo povjeriti državi, a ne centralnoj banci. Sljedeći argument koji takođe ide u prilog razdvajanju odgovornosti je i mogući konflikt interesa između vođenja monetarne politike i bankarske supervizije. Argumenti protiv razdvajanja su takođe brojni, a najčešće se vezuju za mogući rizik postojanja konflikta među institucijama pojedinačno odgovornim za monetarnu politiku i finansijsku stabilnost, dužinu trajanja, nedovoljnu razmjenu informacija, i čitav niz drugih argumenata.<sup>115</sup>

Kada je o evropskom monetarnom sistemu riječ, formiranjem EMU odgovornost za monetarnu politiku je povjerena ECB dok je odgovornost za kontrolu banaka i obezbjeđenje finansijske stabilnosti ostalo u rukama nacionalnih država, odnosno najčešće nacionalnih centralnih banaka. Ovo iz razloga što je dosadašnje zakonodavstvo EU davalo ograničena ovlašćenja ECB u vršenju poslova vezanih za bankarsku superviziju. ECB dakle nema operativne zadatke u poslovima prudencione kontrole finansijskog sektora, već su joj povjereni samo pojedini, manje važni specifični zadaci.

Preciznije rečeno, uloga ECB u supervizijskim aktivnostima, koja proizilazi iz Ugovora iz Maastrichta, ograničena je na doprinos dobrom vođenju nacionalnih politika koje se odnose na prudencionu kontrolu, i to na nekoliko načina. Prvi je vezan za potrebu ostvarivanja saradnje ECB ili s nacionalnim centralnim bankama ili s nacionalnim supervizorima, kako bi se identifikovali rizici koji bi mogli da budu uzrok nestabilnosti. Drugi se odnosi na mogućnost vršenja specifičnih zadataka za kontrolu kreditnih institucija i ostalih finansijskih institucija (izuzev osiguravajućih društava). ECB moraju konsultovati nacionalne centralne banake ili specijalizovane agencije za vršenje supervizije, kao i Evropski savjet i Evropsku komisiju o pitanjima vezanim za implementaciju postojeće zakonske regulative. Za novu regulativu ECB ima pravo da daje mišljenje o nacrtu propisa na nivou zajednice ili pojedinačnih država, ukoliko postoje odredbe kojima se može ugroziti finansijska stabilnost. ECB nije imala nikakvu direktnu odgovornost kada je riječ o prudencionoj superviziji kreditnih institucija i stabilnosti finansijskog sistema, budući da su te funkcije povjerene nacionalnim državama, najčešće centralnim bankama ili posebnim agencijama. Ovo s druge strane znači da je odgovornost za kontrolu banaka povjerena državi u kojoj banka ima sjedište (princip kontrole matične države), odnosno da su pojedinačne države odgovorne za finansijsku stabilnost sopstvenog tržišta (princip odgovornosti države domaćina).

Oblast bankarske supervizije i finansijske stabilnosti je uređena Ugovorom iz Maastrichta, koji predstavlja primarni izvor prava (uloga ECB koja proizilazi iz

---

<sup>115</sup> Vidjeti na primjer: Lanno, 1999; Arnold, 1999.

pomenutog ugovora je prethodno objašnjena) i direktivama vezanim za regulisanje principa bankarskog poslovanja i supervizije u EU, koje predstavljaju sekundarne izvore prava. Bankarska supervizija je regulisana direktivom 2000/12/EZ kojom se određuje minimalan osnivački kapital, dozvole i ovlašćenja, kao i nadležnost između države domaćina i matične države. Proširena je direktivama 2002/28/EZ (definišu se pravila za dodatni nadzor) i direktivama 2006/48/EZ (definisana obaveza uvođenja Bazela II) i 2006/49/EZ (razdvajanje odgovornosti za superviziju monetarne politike i likvidnosti, i superviziju tržišnog rizika, između zemlje domaćina i matične države).

Inače, aktivnosti Eurosistema kada je riječ o monitoringu i procjeni finansijske stabilnosti zasnivaju se na tri stuba:

- Polugodišnjem Pregledu finansijske stabilnosti eurozone (eng. Financial Stability Review);
- Godišnjim makroprudencionim i strukturnim analizama bankarskog sektora EU oličenim u dokumentima – Stabilnost bankarskog sektora EU (eng. EU Banking Sector Stability) i Strukture evropskog bankarstva (eng. EU Banking Structures);
- Doprinosu EU monitoringu globalne finansijske stabilnosti.<sup>116</sup>

Prvi stub je vezan za činjenicu da je 2000. godine kreiran okvir za sistemsku procjenu potencijalnih rizika i nestabilnosti čitavog finansijskog sistema EU. Pristup je trebalo da prepozna glavne izvore rizika koji bi mogli da ugroze buduću finansijsku stabilnost finansijskog sistema. Rezultati pristupa, odnosno sistemske procjene od decembra 2004. godine publikuju se u polugodišnjem Pregledu finansijske stabilnosti (Evropska centralna banka).

Drugi stub je vezan za aktivnosti Komiteta za superviziju banaka, koji je osnovan od strane Savjeta guvernera ECB 1998. godine s ciljem pružanja podrške ECB u obezbjeđenju finansijske stabilnosti. Koristi se u makroprudencionim analizama zasnovanim na kombinaciji statističkih, kvantitativnih i kvalitativnih informacija koje se dobijaju od strane nacionalnih centralnih banaka i drugih organa supervizije. Počev od 2003. godine, rezultati pomenutih analiza se godišnje publikuju u dokumentima – Stabilnost bankarskog sektora EU i Strukture evropskog bankarstva.

Treći stub se bazira na aktivnostima ECB i nacionalnih centralnih banaka EMU, koje zajedno s ostalim centralnim bankama vrše monitoring finansijske stabilnosti ne samo unutar EU nego i šire. Ovo na način što ECB, zajedno s Međunarodnim monetarnim fondom, Forumom finansijske stabilnosti, Komitetom globalnog finansijskog sistema i Bankom za međunarodna poravnanja, daju potreban doprinos monitoringu globalne finansijske stabilnosti.

Međutim, ovakva podjela odgovornosti između ECB i nacionalnih centralnih banaka predstavljala je adekvatan okvir koji obezbjeđuje potrebnu kontrolu banaka, sve dok izražena integracija bankarskog sistema EU nije postala prepreka takvom pristupu decentralizovane odgovornosti za vršenje bankarske supervizije, odnosno kontrole

---

<sup>116</sup> Detaljnije o ulozi ECB odnosno Eurosystem-a u ostvarivanju finansijske stabilnosti vidjeti: European Central Bank, 2008; str. 120-122.

finansijske stabilnosti. Kako se stepen integracije bankarskog sistema povećavao, i kako se povećavalo iskustvo s bankarskim krizama, postalo je očiglednije da je potrebna centralizacija supervizorske funkcije, odnosno centralizacija bankarske kontrole i prenošenje odgovornosti na centralni nivo, (nivo ECB).

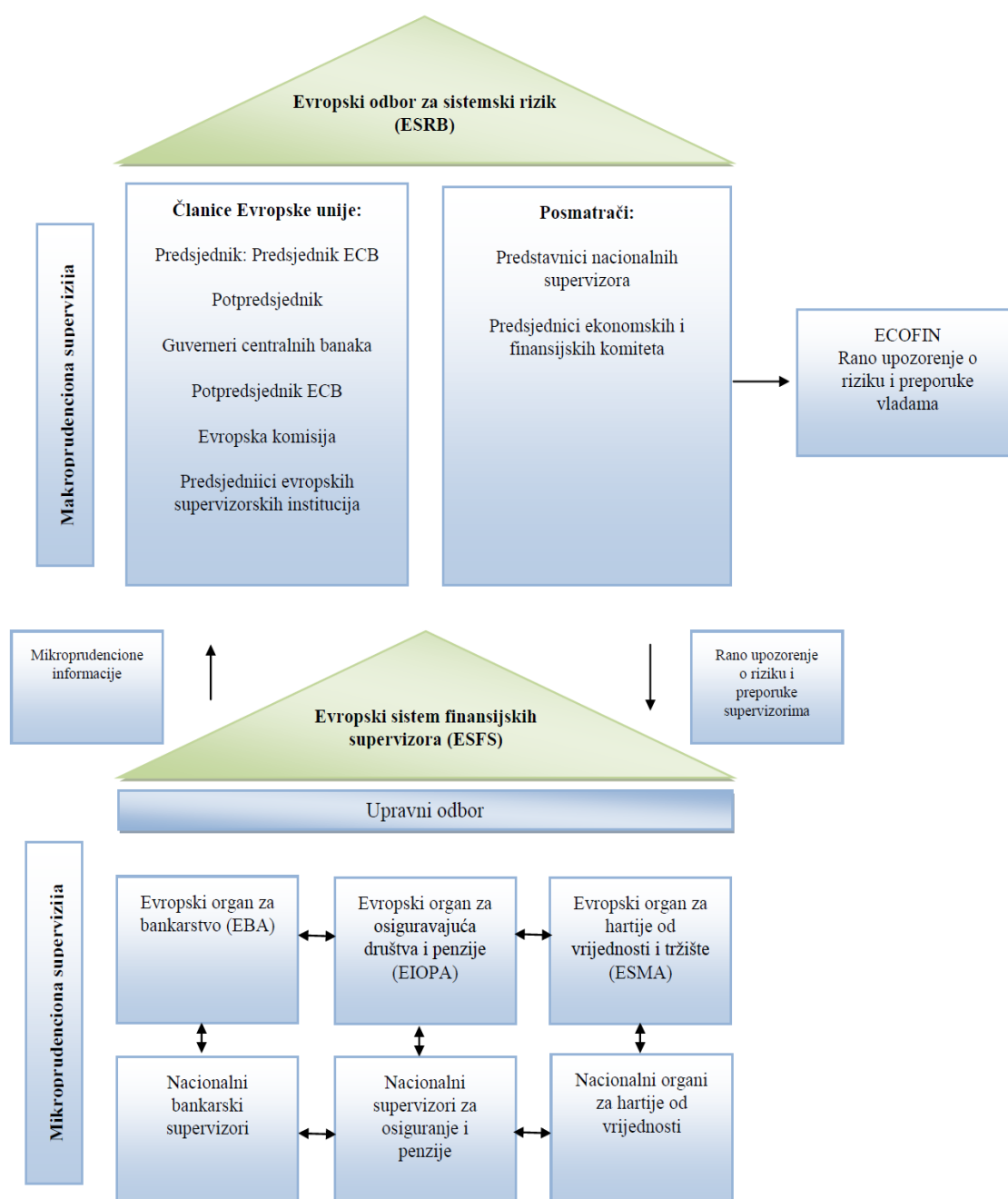
To je bio i ključni razlog zbog čega se intenzivnije počelo razmišljati o reformi bankarske supervizije i sistema praćenja finansijske stabilnosti, naročito nakon Velike ekonomske krize i negativnih implikacija koje je ona donijela evropskom finansijskom sistemu. Kriza je zapravo podstakla i pružila ključan doprinos raspravi o budućim pravcima razvoja bankarske supervizije i finansijske regulacije u EU, što je doprinijelo nastanku suštinskih promjena u ovim oblastima i novog nadzornog okvira za Evropsku uniju (eng. The New Supervisory Framework for EU).

S tim u vezi je od strane Evropskog savjeta i Evropske komisije 2009. godine predloženo uspostavljanje novog nadzornog okvira za Evropsku uniju, osnivanjem Evropskog sistema finansijskih supervizora (eng. European System of Financial Supervisors – ESFS), radi obavljanja mikroprudencione supervizije, odnosno procjenjivanja rizika individualnih institucija, i Evropskog odbora za sistemski rizik (eng. European Systemic Risk Board – ESRB), s ciljem sprovođenja makroprudencione supervizije, tj. procjene rizika cjelokupnog finansijskog sistema u saradnji s ECB. Inače, osnovni elementi Evropskog sistema finansijskih supervizora jesu tri nova organa za superviziju finansijskih aktivnosti: Evropski organ za bankarstvo (eng. European Banking Authority – EBA), Evropski organ za osiguravajuća društva i penzije (eng. European Insurance and Occupational Pensions Authority – EIOPA) i Evropski organ za hartije od vrijednosti i tržište (eng. European Securities and Market Authority – ESMA).

Mikroprudenciona i makroprudenciona supervizija su dva stuba na kojima počiva okvir za evropsku finansijsku superviziju (European Central Bank, 2010). Privremeni sporazum o uspostavljanju novog nadzornog okvira je postignut između Evropskog savjeta, Evropskog parlamenta i Evropske komisije u septembru 2010. godine, a postao je operativan u januaru 2011. godine. Struktura je prikazana grafikom (31).

Međutim, nakon dvije godine funkcionisnja novog nadzornog okvira za Evropsku uniju i tri nova organa za superviziju finansijskih aktivnosti koja predstavljaju osnovne elemente ESFS-a, Evropska komisija je u septembru 2012. godine usvojila set zakonskih akata koja imaju za cilj uspostavljanje tzv. jedinstvenog nadzornog mehanizma za banke (eng. Single Supervisory Mechanism – SSM), na čelu s ECB.

Grafik 31: Struktura novog nadzornog okvira za Evropsku uniju



Izvor: European Central Bank

Kriza je naglasila potrebu za uspostavljanjem jačeg institucionalnog okvira u EMU, čiji je važan element stvaranje bankarske unije<sup>117</sup> sa SSM-om u njenom središtu. Naime, donošenjem odluke o uspostavljanju SSM-a u septembru 2012. godine, jedinstveni nadzor se objedinjava pod okriljem ECB do 2014. godine, koji će od kraja 2014. godine i formalno postati operativan u punom kapacitetu. Naime, bankarska

<sup>117</sup> O različitim pogledima na formiranje bankarske unije u Evropskoj uniji pogledati: Beck, 2013.

unijska, koja ima za cilj stvaranje integralnog finansijskog okvira za očuvanje finansijske stabilnosti i minimiziranje troškova propasti banaka, sastoji se od četiri komplementarna stuba, od kojih je SSM njen prvi stub odnosno njen integralni dio:

- Prvi stub: Uspostavljanje evropskog okvira za nadzor (eng. European Framework for Supervision);
- Drugi stub: Uspostavljanje jedinstvenog mehanizma za rješavanje problema (eng. Single Resolution Mechanism);
- Treći stub: Postojanje finansijske podrške (eng. Financial Backstop);
- Četvrti stub: Uspostavljanje zajedničkog mehanizma za zaštitu depozita (eng. Common System of Deposit Protection).

Uspostavljanjem SSM-a, ECB postaje ključna institucija koja će biti odgovorna za njegovo ukupno funkcionisanje. Vršiće neposredan nadzor nad najvećim kreditnim institucijama, biće odgovorna i za davanje i oduzimanje licenci bankama, a sprovođiće i monitoring nad bankarskim kapitalom i likvidnošću. ECB će vršiti i posredan nadzor nad manje značajnim finansijskim institucijama, budući da će nacionalne centralne vlasti biti u obavezi da obavljaju sve poslove nadzora u skladu s propisima, smjernicama i uputstvima koje daje ECB (Buch, Korner i Weigert, 2013, str. 16).

Formiranjem SSM-a, sve banke (oko 6000) koje su osnovane u eurozoni biće u njegovoj nadležnosti. Direktnu superviziju će ECB vršiti nad bankama koje ispunjavaju uslove, (trenutno oko 150 banaka, 80% bankarskog sektora Evrope):

- Ukupna aktiva je iznad 30 milijardi eura;
- Bilansna vrijednost premašuje 20% bruto nacionalnog dohotka države članice;
- Među tri su najvažnije kreditne institucije u državi članici;
- Prima direktnu pomoć od strane Evropskog mehanizma za stabilnost (eng. European Stability Mechanism – ESM).

Kako do sada ECB nije obavljala značajniju ulogu kada je o bankarskoj superviziji riječ, a bila je zadužena za vođenje monetarne politike i za postizanje cjenovne stabilnosti, postavlja se pitanje na koji način su monetarna politika i bankarska supervizija među sobom povezane i kakve benefite može imati monetarna politika od centralizacije bankarske supervizije pod okriljem ECB. Potrebno je imati u vidu da integrisanje SSM-a unutar ECB stvara nove mogućnosti za vođenje monetarne politike. Coeuré (2013) posebno naglašava prednosti:

- Dodatne informacije o finansijskom sektoru i ukupnom stanju privrede;
- Pružanje opšte informacione osnove za procjenu opcija monetarne politike;
- Bolje razmatranje interakcije monetarne, supervizorske i regulatorne politike;
- Bolje upravljanje kreditnom sposobnošću komitenata u operacijama monetarne politike.

S druge strane, postoje i drugi razlozi koji govore o benefitima centralizacije bankarske supervizije unutar ECB na monetarnu politiku. Jedan od njih je vezan za činjenicu da monetarna unija zahtijeva visok stepen finansijske integracije, u kojoj finansijske institucije diverzifikuju svoju imovinu i obaveze širom eurozone. To su događaji u posljednjih nekoliko godina i potvrdili, i to je od suštinskog značaja za efikasnu transmisiju monetarne politike. Ovo je posebno važno u uslovima krize kada se dešava proces dezintegracije finansijskog sistema, što ima neželjene efekte na monetarnu politiku budući da se tada teže postiže sličan željeni uticaj transmisije monetarne politike među državama, a koje centralizacija bankarske supervizije unutar ECB znatno smanjuje.

Takođe, kako centralizacija bankarske supervizije doprinosi zdravijem bankarskom sistemu EU, i monetarna politika je uspješnija. Ovo iz razloga što stabilnost bankarskog sistema odavno u ekonomskoj teoriji ima ključnu ulogu u transmissionom mehanizmu monetarne politike. Osim toga, kako su primijetili Rosengren i Tootell (1999), informacije do kojih dolazi supervizor (ECB) veoma su korisne za sprovođenje monetarne politike, i to ne samo tokom krize, nego čak i tokom redovnog privrednog ciklusa kroz koje prolaze ekonomije. Ako imamo u vidu da centralizacija supervizije obezbjeđuje mnogo veći nivo informacija o finansijskom sektoru eurozone, lako se može zaključiti da će to u konačnom voditi unaprjeđenju monetarne politike vođene od strane ECB.<sup>118</sup>

### **3. Fiskalna politika u Evropskoj monetarnoj uniji**

#### **3.1. Nacionalna fiskalna politika zemalja članica Evropske unije**

Fiskalni sistem EMU je u mnogo čemu specifičan u odnosu na ostale klasične fiskalne sisteme nacionalnih država. Specifičnost se ponajviše ogleda u činjenici što se sprovođenje ekonomske politike unutar EMU vrši kombinacijom zajedničke centralizovane monetarne politike, koja je u neposrednoj nadležnosti ECB, i decentralizovane fiskalne politike koja je u nadležnosti država članica. Suverenost u vođenju fiskalne politike koju imaju nacionalne države jedan je od ključnih razloga nerazvijenosti fiskalnog sistema EU, odnosno njegove siromašne strukture u odnosu na „standardne fiskalne sisteme“.

Oskudnija struktura fiskalnog sistema EU se ogleda u tome što se sastoji samo od tri segmenta. Prvi je vezan za budžet EU koji ujedno predstavlja i jedini instrument sprovođenja fiskalne politike na nadnacionalnom nivou. Drugi se odnosi na usklađivanje odnosno harmonizaciju poreskih sistema u skladu s uputstvima i drugim pravnim propisima usvojenim na nivou EU, s ciljem jačanja zajedničkog unutrašnjeg tržišta. Konačno, treći segment se odnosi na koordinaciju fiskalnih politika zemalja članica EMU vezanim za odgovarajuća fiskalna pravila, koja uglavnom proizilaze iz Mاستrihtskih kriterijuma konvergencije i Pakta za stabilnost i rast.

---

<sup>118</sup> O ovome detaljnije: European Parliament - Directorate General for Internal Policies, 2012.

Nemogućnost autonomnog korišćenja monetarne politike od strane nacionalnih država u EMU, zapravo utiče na povećanje važnosti nacionalnih fiskalnih politika. Naime, najznačajniji instrument ekonomske politike unutar država članica postaje nacionalna fiskalna politika, koja ujedno predstavlja i osnovni instrument u funkciji ublažavanja privrednih ciklusa, odnosno ostvarivanja krajnjih ciljeva ekonomske politike. Način vođenja nacionalnih fiskalnih politika je važan ne samo za države gdje se politika vodi, nego i za ostale članice EU, budući da je zbog zajedničke monetarne politike prelivanje efekata fiskalne politike s jedne na drugu državu preko kamatnih stopa veoma izraženo,<sup>119</sup> što utiče na povećanje značaja koordinacije politika.

### **3.1.1. Fiskalna pravila kao faktor čuvanja ekonomskog kredibiliteta**

Fiskalna pravila se u najužem smislu najčešće definišu kao zakonodavna ili ustavna ograničenja fiskalne politike putem numeričkih pravila kojima se propisuju specifična ograničenja fiskalnih indikatora kao što su budžetska ravnoteža, javni dug, javna potrošnja i oporezivanje. Pravila se uvode zbog bojazni da nosioci fiskalne politike, zbog čitavog niza razloga, bez spoljnog pritiska koji se preko fiskalnih pravila vrši, neće biti voljni ili sposobni da na optimalan način sprovedu fiskalnu politiku. Cilj im je smanjenje motivacije kod kreatora fiskalne politike za pretjeranom ekspanzivnom fiskalnom politikom uopšte, a posebno u periodu privrednog prosperiteta. Osim toga, pomoću njih se otklanja, ili u najgorem slučaju smanjuje, mogućnost davanja prioriteta kratkoročnim, a ne dugoročnim ciljevima ekonomske politike, favorizovanje pojedinih interesnih grupa po raznim osnovama od strane nosilaca ekonomske politike, vođenja računa o političkim, a ne privrednim ciklusima, i slično.

U praksi se srijeću različiti razlozi koji su bili uzrok posezanja za fiskalnim pravilima, kao na primjer:

- Garantovanje makroekonomske stabilnosti (u poslijeratnom Japanu);
- Povećanje kredibiliteta fiskalne politike i pomoć u otklanjanju deficita (u nekim kanadskim provincijama);
- Obezbjedeње dugoročne održivosti fiskalne politike, posebno u kontekstu starenja stanovništva (Novi Zeland);
- Minimiziranje preliivanja negativnih eksternalija među državama EMU (Kennedy, Robbins i Delorme, 2001, str. 239).

Dakle, fiskalna pravila na neki način sputavaju diskreciju subjekata ekonomske politike koja bi vodila različitim fiskalnim poremećajima zbog njenog eventualnog i suviše ekspanzivnog karaktera. Postoji mnoštvo faktora koji se u literaturi navode kao uzročnici narušavanja fiskalne discipline. Čini se da je ključni težnja za međugeneracijskim prevaljivanjem duga na način što bi se odricanja izazvana smanjenjem potrošnje i fiskalne konsolidacije prenijela na neku od narednih vlada ili

---

<sup>119</sup> Zbog jedinstvenog finansijskog tržišta i lakog preliivanja negativnih eksternalija s jedne na drugu zemlju.

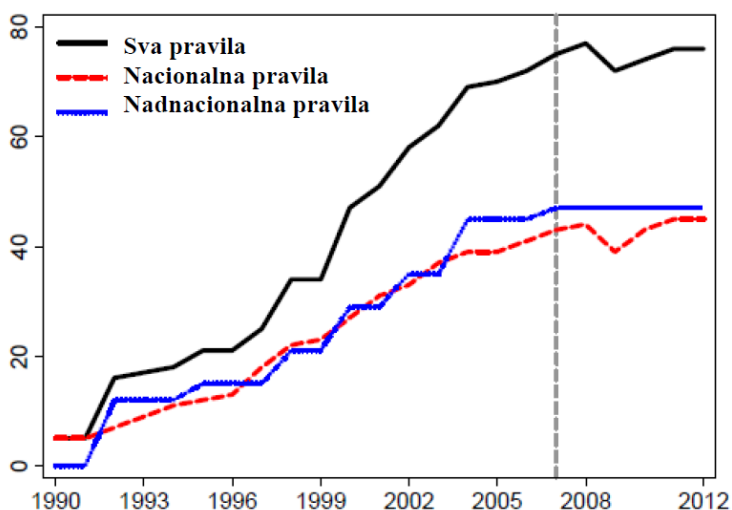
generacija, kao i zloupotreba fiskalne politike u političke svrhe, ili tačnije njeno posmatranje kao sredstvo za ostvarivanje pobjede na izborima.<sup>120</sup>

Sve su to argumenti koji idu u prilog ne samo potrebi za primjenom pravila, nego i adekvatnom formulacijom. S tim u vezi, potrebno je naglasiti da bi prilikom odabira fiskalnih pravila trebalo voditi računa o tome da ispunjavaju nekoliko karakteristika. Trebalo bi voditi računa da fiskalna pravila moraju biti:

- Dobro definisana;
- Transparentna;
- Adekvatna;
- Jednostavna;
- Fleksibilna;
- Konzistentna;
- Primjenljiva;
- Efikasna.<sup>121</sup>

Uprkos činjenici da se jedan broj autora protivi primjeni fiskalnih pravila, preovladava mišljenje u teorijskim istraživanjima da je više pozitivnih nego negativnih strana. To je ključni razlog zbog čega je posljednjih decenija značajno porastao broj država koja primjenjuju fiskalna pravila, i to od svega 5 država 1990. godine, do 76 u martu 2012. godine, što je i prikazano grafikom (32):

Grafik 32: Broj država koje primjenjuju fiskalna pravila



Izvor: Schaechter, Kinda, Budina i Weber, 2012; str. 11.

Razlozi povećane primjene fiskalnih pravila u posljednje tri decenije su različiti, počev od onih koji su rezultat bankarskih i finansijskih kriza 90-tih godina XX vijeka,

<sup>120</sup> O uzrocima narušavanja fiskalne discipline u situaciji kada ne postoje fiskalna pravila pogledati: Wren-Lewis, 2011; Wyplosz, 2012.

<sup>121</sup> Za detaljnije informacije pogledati: Kopit i Symansky, 1998.



dužničke krize u Latinskoj Americi, nastojanja da se smanje negativni trendovi rasta deficita i dugova, te potrebe poboljšanja fiskalnih pozicija radi osiguranja fiskalne discipline nakon krize.

S ciljem ograničenja država članica da vode fiskalnu politiku koja nije usklađena s potrebama monetarne unije, nadnacionalna fiskalna pravila su uvedena u 47 zemalja EU i drugim valutnim unijama. Kako su nacionalne fiskalne politike ostale u nadležnosti država članica EU, a kako je ostvarivanje ključnog cilja zajedničke monetarne politike unutar EMU cjenovna stabilnost, koju je praktično nemoguće ostvariti bez koordinacije s ostalim instrumentima ekonomske politike, prije svega fiskalnom politikom, javila se dodatna potreba za disciplinovanjem nacionalnih fiskalnih politika.

Pomenuto disciplinovanje se u principu vrši putem odgovarajućih ograničenja i pravila (nadmacionalnih) kojih se nosioci nacionalnih fiskalnih politika moraju pridržavati, u funkciji izbjegavanja inflacije i monetizacije fiskalnih deficita nastalih kao posljedica neadekvatnog i olakog vođenja fiskalne politike. Obezbjedenje cjenovne stabilnosti i izbjegavanje inflatornih tendencija je standardno teorijsko objašnjenje neophodnosti primjene fiskalnih pravila EMU.<sup>122</sup>

Dakle, cilj nadnacionalnih fiskalnih pravila je ograničavanje nacionalnih fiskalnih politika unutar EMU, a koja su sadržana u Ugovoru iz Mاستrihta i Paktu za stabilnost i rast.

Ugovor iz Mاستrihta predstavlja dokument koji je definisao ne samo temelje monetarne unije, nego i kriterijume konvergencije koje države moraju ispuniti da bi postale dio EMU. Nastao je kao rezultat težnje za sprječavanjem nastanka fiskalnih kriza koje bi imale negativan uticaj na države članice, ali i nastojanja za ostvarenjem primarnog cilja kojem ECB teži – stabilnosti cijena. Ugovor tretira fiskalnu disciplinu na dva načina. Prvi je vezan za ugovornu obavezu koja zabranjuje preuzimanje dugova od strane država članica i Unije, čime je zapravo napravljen korak ka eliminisanju problema moralnog hazarda izazvanog očekivanjem države članice da će neko drugi pokriti njen dug. Drugi način pomoću kojeg se povećavaju šanse za vođenje održive fiskalne politike država članica jesu kriterijumi konvergencije kojima se spječava nastanak prekomjernih deficita. Predviđena su dva kriterijuma neposredno vezana za fiskalnu politiku, od kojih je prvi vezan za ograničavanje budžetskog deficita na 3% BDP a drugi za ograničenje javnog duga na 60% BDP.<sup>123</sup>

Logika formulisanja pomenutih ograničenja se sastoji u tome što se, s jedne strane, na taj način nastoji eliminisati mogućnost da prekomjeran rast budžetskog deficita i javnog duga, izazove rast kamatnih stopa unutar članica EMU. S druge strane bi se

---

<sup>122</sup> Vidjeti na primer: European Commission, 2004.

<sup>123</sup> Ograničenje vezano za budžetski deficit od 3% i javni dug od 60% BDP je povezano na način što pod pretpostavkom nominalne stope rasta od 5% (3% realan rast i 2% inflacija) veza između 3% i 60% postaje vidljiva u matematičkom smislu s obzirom da je 3% zapravo 5% od 60%, dok se povezanost u ekonomskom smislu manifestuje kroz činjenicu da će se u slučaju budžetskog deficita od 3% BDP i 5% nominalnog rasta, javni dug stabilizovati na nivou od 60% BDP.

pomenuti pretjerani deficiti mogli negativno odraziti i na kredibilitet monetarne politike, te ugroziti cjenovnu stabilnost, kao primarni cilj.

Dakle, na osnovu sadržaja mastrihtskih kriterijuma može se zaključiti da je fiskalna održivost ključan zahtjev iz domena fiskalne politike koji se nastoji ostvariti unutar monetarne unije. Ovo iz razloga što bi neodrživa fiskalna politika mogla generisati pretjeranu makroekonomsku nestabilnost, a značajno bi mogla otežati ključni cilj kojem ECB teži.

Kako primjećuju Fatas i Mihov (2010), potencijalna tenzija između fiskalne i monetarne vlasti je prisutna u svakoj ekonomiji, pri čemu pomenute tenzije mogu biti još izraženije unutar monetarne unije zbog činjenice što je fiskalna politika decentralizovana a monetarna centralizovana, zbog čega je koordinaciju ili teže uspostaviti ili je ona često u parcijalnom interesu pojedinih nacionalnih ekonomija. Sve ovo potrebu za postojanjem kriterijuma konvergencije čini još očiglednijom, budući da je evidentno da su zdrave i održive fiskalna i monetarna politika od fundamentalnog značaja za uspjeh monetarne unije. Suprotno bi ugrozilo kredibilitet politika, što bi u kontekstu monetarne unije uticalo na nastanak i prelijevanje negativnih eksternalija između država članica, i to putem kanala kamatne stope.

Kriterijumi konvergencije predviđeni Ugovorom iz Maastrichta dodatno su ojačani usvajanjem Pakta za stabilnost i rast, a sve s ciljem osiguranja da će države članice nastaviti s posvećenošću fiskalnoj obazrivosti, nakon što su postale članice EMU.

Potrebno je istaći da nijesu rijetki ni oni koji kritikuju kriterijume konvergencije koje se odnose na fiskalnu politiku, odnosno sadržaj pomenutih fiskalnih pravila. Kritike najčešće idu u nekoliko pravaca. Prva kritika se odnosi na činjenicu da se na ovaj način onemogućava državama članicama da kvalitetno odreaguju na krizu i njene negativne implikacije, što može imati složene ekonomske i političke implikacije. Ovo zato što u slučaju dublje recesije kod više zemalja, može doći do političke reakcije protiv EMU zbog činjenice da krutim pravilima onemogućava nosiocima fiskalne politike da na adekvatan način upravljaju pristiscima tražnje izazvanih krizom. Druge kritike proističu iz činjenice da se pomenuta fiskalna ograničenja odnose na sve države podjednako, bez obzira na brojne makroekonomske razlike među njima. Treće se vezuju za nedovoljno objašnjenu metodologiju pomoću koje se došlo do ograničenja budžetskog deficita baš na 3% i javnog duga na 60%, i slično (Eijffinger i De Haan, 2008, str. 85-86).

### **3.1.2. Efikasnost i efektivnost Pakta za stabilnost i rast**

U cilju izbjegavanja prekomjernih deficita, a u funkciji obezbjeđivanja fiskalne discipline, koja je neophodna za postizanje makroekonomske stabilnosti unutar EMU, 1997. godine je uveden Pakt za stabilnost i rast (eng. Stability and Growth Pact – SGP). Pakt prepoznaje uspostavljanje budžetske ravnoteže kao srednjoročni cilj (tri godine) fiskalne politike. Zato se svrha Pakta sastoji u pružanju dodatnog pojašnjenje postupaka u slučaju prekomjernih deficita, te preciziranje načina izvještavanja i procedure sankcionisanja nepoštovanja postavljenih pravila. U suštini, Pakt se sastoji iz tri elementa: definisanje „prekomjernih deficita“, utvrđivanje preventivnih mjera u

funkciji izbjegavanja pretjeranih deficita, prepoznavanje korektivnih mjera, uključujući i sankcije.

Kada je riječ o prvom elementu, prekomjerni deficit se definiše kao deficit koji je iznad 3% BDP, pri čemu je predviđena i obaveza izrade srednjoročnog budžeta, koji mora biti blizu ravnoteže ili u suficitu, da bi se dalo prostora za djelovanje automatskih stabilizatora. U funkciji postizanja potrebne fleksibilnosti, odredbe Pakta vezane za visinu dozvoljenog deficita ne primjenjuju se ukoliko je pad BDP veći od 2%, dok je u slučaju pada BDP između 0,75% i 2% moguć deficit veći od prekomjernog, ali uz saglasnost Savjeta ministara EU (Savjet).

Drugi element Pakta vezan je za preventivne mjere, odnosno za nadzor budžetskih pozicija putem tzv. sistema ranog upozorenja (eng. Early Warning System) i kratkoročnog nadzora (eng. Short-Term Surveillance). Sistem ranog upozorenja polazi od srednjoročne projekcije budžetskih pozicija kako bi u ranoj fazi prepoznao postojanje eventualnih prepreka vezanih za poštovanje Paktom predviđenih fiskalnih pravila. Naime, stabilizacioni program, koji su države članice dužne da prezentiraju, predstavlja dokument o srednjoročnim budžetskim pozicijama i planovima, usmjerenim ka ostvarivanju budžetske ravnoteže ili suficita. Procjene usklađenosti programa sa smjernicama ekonomske politike utvrđene na nadnacionalnom nivou vrši Savjet, koji u konačnom i odlučuje o mogućnosti države da održi deficit u granici 3% BDP. U suprotnom, predmetnoj državi upućuje preporuke za izmjenu programa. Za razliku od sistema ranog upozorenja, kratkoročni nadzor obuhvata polugodišnje izvještaje na osnovu kojih se izvlači zaključak o trenutnim budžetskim pozicijama koje služe za eventualno donošenje odluka o postojanju prekomjernog budžetskog deficita.

Korektivne mjere, odnosno procedure u slučaju prekomjernih deficita (eng. Excessive Deficit Procedure – EDP) u konačnom se primjenjuju ukoliko se utvrdi postojanje deficita, a obuhvataju:

1. Davanje preporuka Savjeta državi članici u cilju otklanjanja debalansa u periodu od četiri mjeseca;
2. Objavljivanje preporuka Savjeta ako se u predviđenom roku ne preduzmu konkretne aktivnosti;
3. Nametanje detaljnih mjera za smanjenje deficita, ukoliko se država članica ne pridržava preporuka;
4. Uvođenje odgovarajućih sankcija, od kojih je najznačajnija polaganje beskamatnog depozita u zavisnosti od visine deficita u fiksnom iznosu od 0,2% BDP i varijabilnom iznosu 0,1% BDP za svaki procenat deficita iznad referentne vrijednosti od 3%, i to za slučaj da se država i dalje na adekvatan način ne pridržava preporuka.

Vremenski prikaz procedure u slučaju prekomjernog deficita prikazan je tabelom (13):

Tabela 13: Vremenska skala za primjenu procedure za slučaj prekomjernog deficita

Vrijeme	Mjere
<b>1. mart (godina t) ili 1. septembar (godina t)</b>	Država članica dostavlja projekciju Komisiji o javnim finansijama
<b>1. jun (godina t) ili 1. decembar (godina t)</b>	Savjet donosi odluku o postojanju prekomjernog deficita na osnovu izvještaja Komisije, i izdaje preporuke za smanjenje deficita
<b>1. oktobar (godina t) ili 1.april (godina t+1)</b>	Savjet odlučuje da li su preduzete akcije u skladu s preporukama, i da li preporuke javno objaviti
<b>1. novembar (godina t) ili 1. maj (godina t+1)</b>	Savjet donosi odluku o uvođenju sankcija, odnosno mjera za smanjivanje prekomjernog deficita
<b>1. januar (godina t+1) ili 1. jul (godina t+1)</b>	Savjet primjenjuje prethodno usvojene sankcije
<b>1. maj (godina t+1) ili 1. novembar (godina t+1)</b>	Savjet donosi odluku o intenziviranju ili ukidanju sankcija

Izvor: Eijffinger i De Haan, 2008; str. 89

Primjena Pakta, posebno u prvih nekoliko godina, dala je zadovoljavajuće rezultate, budući da je u tom periodu došlo do poboljšanja fiskalnih parametara odnosno smanjenja učešća javnog duga u BDP, te očuvanja makroekonomske stabilnosti. Pojačan je kredibilitet nosilaca ekonomske politike u EMU, a značajno je osnažen i položaj ECB zbog usklađenosti u prvim godinama primjene s fiskalnom politikom. Odigrao je takođe značajnu ulogu kada je riječ o koordiniranju fiskalnih politika. Međutim, teškoće u primjeni posebno eskaliraju tokom 2003. i 2004. godine, kada se čak i zemlje poput Njemačke i Francuske počinju suočavati s narušavanjem fiskalne ravnoteže, što se negativno odražava na fiskalne indikatore, zbog čega se i intenzivno počinje razmišljati o reformi Pakta.

Pogoršanje fiskalnih indikatora koje se intenzivira od 2003. godine, što je i prikazano u tabeli (14), te permanentne kritike na račun Pakta zbog „krutosti” i nedovoljne fleksibilnosti, kao i uniformnosti i nepoklanjanja dovoljno pažnje specifičnim ekonomskim okolnostima pojedinih država članica, dominantni su razlozi zbog kojih je započet proces njegove reforme. U literaturi su se javili predlozi u kojem pravcu bi reforma trebala da se usmjeri. U mnoštvu predloga treba izdvojiti najrelevantnije:

- Isticanje potrebe za stavljanje većeg akcenta na kvalitet javnih finansija – Blanchard i Giavazzi (2004), Fitoussi i Creel (2002);
- Naglašavanje značaja prebacivanje fokusa Pakta s deficita, na javni dug i održivost – Buiter i Grafe (2002) i Pisani–Ferry (2002);
- Potenciranje važnosti zamjene numeričkih pravila jačim fiskalnim institucijama i tržišnom disciplinom – Wyplosz (2005);
- Odbacivanje potrebe značajnije reforme pravila, zagovaranje statusa quo ili traženje više sitnijih podešavanja postojećih pravila – Buti, Eijffinger i Franco (2003) i Smaghi (2004);
- Isticanje važnosti primjene, a ne promjene postojećih pravila – Gros, Mayer i Ubide (2004).

Tabela 14: Razvoj fiskalnih indikatora nakon primjene „originalnog“ Pakta (% BDP)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
<b>General government budget balance</b>							
Belgium	-0.8	-0.5	0.1	0.4	0.0	0.1	0.0
Germany	-2.2	-1.5	-1.1	-2.8	-3.7	-4.0	-3.7
Greece	-4.3	-3.4	-4.0	-5.4	-4.9	-5.8	-6.9
Spain	-3.0	-1.1	-0.9	-0.5	-0.3	0.0	-0.1
France	-2.6	-1.7	-1.5	-1.6	-3.2	-4.2	-3.7
Ireland	2.4	2.5	4.4	0.8	-0.6	0.2	1.5
Italy	-2.8	-1.7	-1.9	-3.1	-2.9	-3.4	-3.4
Luxembourg	3.2	3.3	5.9	5.9	2.0	0.2	-1.1
Netherlands	-0.7	0.6	1.5	-0.2	-2.0	-3.1	-1.9
Austria	-2.3	-2.2	-1.8	0.0	-0.5	-1.5	-1.1
Portugal	-3.0	-2.7	-3.2	-4.3	-2.9	-2.9	-3.2
Finland	1.7	1.7	7.0	5.1	4.1	2.5	2.3
<b>Euro area</b>	<b>-2.2</b>	<b>-1.3</b>	<b>-1.0</b>	<b>-1.8</b>	<b>-2.5</b>	<b>-3.0</b>	<b>-2.8</b>
<b>Cyclically adjusted budget balance</b>							
Belgium	-0.4	-0.6	-0.9	0.0	-0.2	0.4	0.0
Germany	-1.7	-1.1	-1.7	-3.3	-3.7	-3.4	-3.4
Greece	-3.4	-2.6	-3.5	-5.4	-5.0	-6.2	-7.7
Spain	-2.6	-1.4	-1.9	-1.4	-0.8	-0.2	0.0
France	-2.5	-2.1	-2.6	-2.6	-3.8	-4.1	-3.6
Ireland	1.8	1.0	2.4	-0.7	-1.8	-0.5	1.4
Italy	-2.4	-1.6	-2.8	-4.1	-3.4	-3.4	-3.3
Luxembourg	4.0	2.9	4.1	5.2	1.7	0.9	-0.5
Netherlands	-1.5	-0.8	-0.3	-1.3	-1.9	-2.1	-0.9
Austria	-2.4	-2.7	-2.8	-0.3	-0.3	-1.0	-0.8
Portugal	-3.4	-3.5	-4.5	-5.5	-3.5	-2.5	-2.7
Finland	0.4	0.6	5.3	4.8	4.3	3.0	2.5
<b>Euro area</b>	<b>-2.0</b>	<b>-1.5</b>	<b>-1.9</b>	<b>-2.6</b>	<b>-2.8</b>	<b>-2.8</b>	<b>-2.6</b>
<b>General government debt</b>							
<b>Euro area</b>	<b>73.0</b>	<b>71.7</b>	<b>69.2</b>	<b>68.3</b>	<b>68.1</b>	<b>69.3</b>	<b>69.8</b>

Izvor: European Commission, AMECO database

Uviđajući da je reforma Pakta neophodna, a prihvatajući dio predloga koje su se u literaturi mogle primijetiti, 2005. godine konačno je izvršena pomenuta reforma, kojom nijesu mijenjana kvantitativna ograničenja iz „originalnog“ Pakta, ali je definicija i njihova primjena postala fleksibilnija, što je i bila najčešća zamjerka „originalnom“ Paktu. Reforma je podrazumijevala čitav niz promjena u dijelu preventivnih i korektivnih mjera Pakta.<sup>124</sup>

Najvažnije promjene u dijelu preventivnog Pakta podrazumijevaju:

- Definisanje srednjoročnog budžetskog cilja, u zavisnosti od makroekonomskih okolnosti;
- Prilagođavanje srednjoročnom budžetskom cilju;
- Uzimanje u obzir strukturnih promjena prilikom procjenjivanja napora države za sprovođenjem preporuka, i druge.

<sup>124</sup> Za detaljnije informacije o promjenama predviđenim reformom „originalnog“ Pakta u dijelu preventivnih i korektivnih mjera, vidjeti: Morris, Ongena, i Schuknect, 2006; str. 19-21.

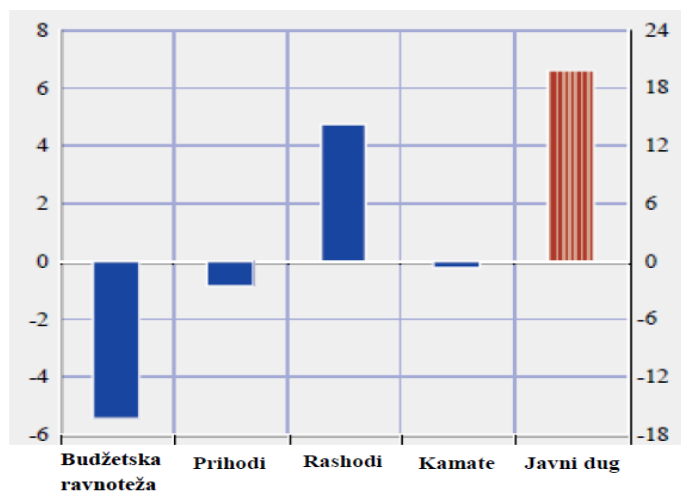
Od promjena vezanih za korektivni dio Pakta, treba izdvojiti:

- Fleksibilnije definisanje „ozbiljnog pada ekonomske aktivnosti“ i razloga za neprimjenjivanje postupka u slučaju prekomjernog deficita;
- Preciziranje uloge „ostalih relevantnih faktora“;
- Produžavanje rokova predviđenih u postupku prekomjernog deficita;
- Stavljanje fokusa na dug i održivost, i drugo.

Od reformisanog Pakta se očekivalo da obezbijedi vođenje održive fiskalne politike i da dotadašnju rigidnost zamijeni fleksibilnost, na način što će uvažavati specifične okolnosti država članica u kojima se fiskalno pravilo sprovodi. Kako su primijetili Benoi i Pisabi–Ferry (2005), od primjene reformisanog fiskalnog pravila se očekuje da pomiri zahtjev u pogledu dugoročne održivosti i kratkoročne stabilnosti, da održi stabilnost javnih finansija bez prevelike diskrecije fiskalne politike, kao i da ubrza reforme koje bi podstakle privredni rast.

Međutim, usljed Velike ekonomske krize 2007. godine, mnoge države su bile primorane da posežu za brojnim mjerama i aktivnostima usmjerenim ka stabilizaciji finansijskog sektora i podršci privrednoj aktivnosti zbog nedovoljne agregatne tražnje nastale kao posljedica djelovanja negativnih efekata prouzrokovanih krizom, što je svakako bio slučaj i s članicama EU. Pomenute aktivnosti su se negativno odrazile na fiskalne parametre država članica EU, utičući na nastanak visokih budžetskih deficita, povećanje javne potrošnje, kao i pogoršanje racija javni dug/BDP, što se može i vidjeti na grafiku (33):

Grafik 33: Razvoj fiskalnih indikatora u kriznom periodu 2007-2010. godine (% BDP)



Izvor: Schuknect, Moutot, Rother i Jurgen, 2011; str. 12.

Kao rezultat činjenice da ni reforma Pakta iz 2005. godine nije uspjela da obezbijedi potreban nivo fiskalne discipline unutar EU,<sup>125</sup> u decembru 2011. godine je stupio na snagu Paket od šest propisa (eng. Six-Pack), koji podrazumijeva primjenu pet regulativa i jedne direktive, a sve u cilju osnaživanja Pakta. Paket definiše u kvantitativnom smislu značajno odstupanje od srednjoročnog cilja ili prilagođavanje ka postizanju pomenutog cilja, operacionalizuje kriterijume duga, uvodi glasanje obrnutom kvalifikovanom većinom za najveći dio sankcija, što znači da se predlog usvaja na Savjetu, osim ako kvalifikovana većina (najmanje 255 od ukupno 345) nije bila protiv.

Paket od šest propisa obuhvata reformu i preventivnog i korektivnog elementa Pakta, precizira nove minimalne zahtjeve za nacionalni budžetski okvir, novu proceduru makroekonomske neravnoteže (eng. Macroeconomic Imbalance Procedure) a ne samo fiskalni nadzor kao prije pomenute reforme, jači mehanizam za izvršenje zbog novih finansijskih sankcija, i slično.<sup>126</sup>

Osim toga, Evropska komisija je u novembru 2012. godine predložila dva dodatna propisa za jačanje nadzora unutar eurozone. Paket od dva propisa (eng. Two-Pack), koji je stupio na snagu 30. maja 2013. godine, ima za cilj da ojača preventivni aspekt Pakta budući da podrazumijeva da predloge budžetskih planova, kao i napredak vezan za procedure za prekomjerne deficite, prate i procjenjuju nezavisne institucije. Zapravo, prvi propis je vezan za davanje novih ovlašćenja Komisiji da procijeni, i kada osjeti potrebnim, zatraži reviziju nacrtu nacionalnih budžetskih planova, odnosno da osigura prevenciju prekomjernih deficita. Drugi propis uključuje nove odredbe Komisiji i Savjetu u funkciji jačanja nadzora nad makroekonomskom, finansijskom i fiskalnom situacijom u eurozoni, koje prijete ugrožavanjem finansijske stabilnosti.<sup>127</sup>

Strah od širenja dužničke krize koja bi mogla da ugrozi stabilnost eurozone uticao je na potrebu daljeg jačanja ekonomske unije, snaženjem koordinacije ekonomskih politika i usvajanjem tzv. Fiskalnog pakta (eng. Fiscal Compact), koji je sastavni dio Ugovora o stabilnosti, koordinaciji i upravljanju (eng. Treaty on Stability, Coordination and Governance in the Economic and Monetary Union – TSCG). To bi po mnogima predstavljalo još jedan korak u pravcu stvaranja fiskalne unije. Fiskalni pakt su potpisale, marta 2012. godine, sve države članice, s izuzetkom Velike Britanije i Češke, zbog čega ima formu međudržavnog sporazuma, a primjenjuje se paralelno s Paketom od šest propisa.

Potreba za Ugovorom o stabilnosti, koordinaciji i upravljanju javila se usljed činjenice da Pakt, uključujući i Paket od šest propisa nije dovoljan da bi obezbijedio potrebnu makroekonomsku stabilnost, s obzirom da jačanje nacionalnih fiskalnih okvira u velikoj mjeri zavisi od političke volje država članica da implementiraju potrebna fiskalna pravila. Zato se i prišlo izradi Ugovora čiji je cilj jačanje fiskalne discipline u eurozoni kroz unaprjeđenje Pakta. Sastoji se iz dva glavna modula – pravilo uravnoteženog budžeta uključujući mehanizam automatske korekcije, što mora biti

---

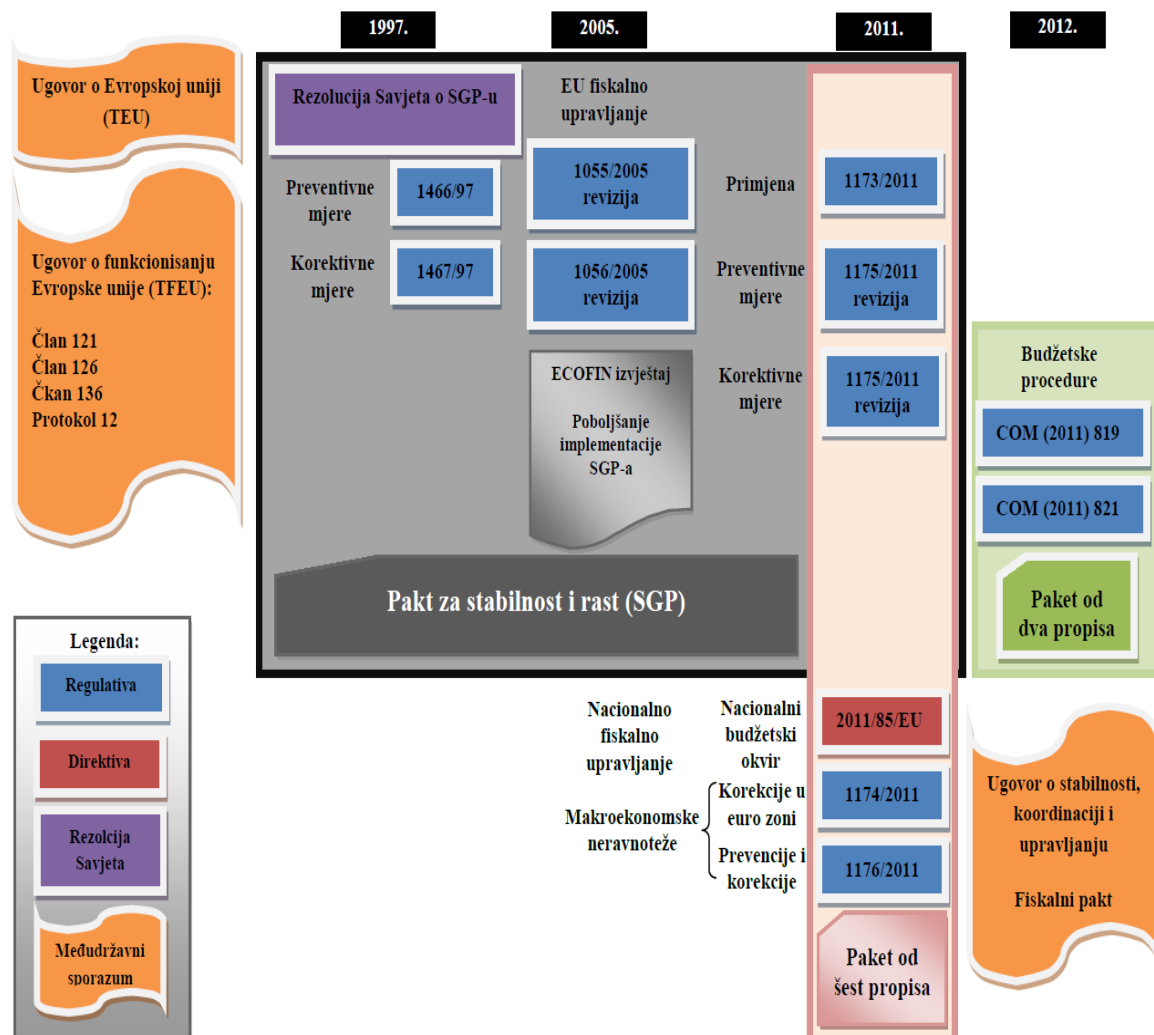
<sup>125</sup> U periodu od 1999. do 2011. godine dvanaest država članica prelazile dozvoljene nivoe deficita 60% vremena.

<sup>126</sup> Za detaljnije informacije pogledati: European Central Bank, 2012.

<sup>127</sup> Konkretnije o sadržaju Paketa od dva propisa vidjeti: European Commission, 2012.

implementirano u nacionalno zakonodavstvo, kao i jačanje procedure za prekomjerne deficite.<sup>128</sup> Konačno, sve reforme koje su sprovedene vezano za Pakt prikazane su grafikom (34):

Grafik 34: Prikaz reformi Pakta za stabilnost i rast



Izvor: Preformulisano na osnovu: European Commission, 2013; str. 22

### 3.1.3. Harmonizacija poreza u funkciji očuvanja zajedničkog tržišta

Musgrave (1967) je definisao poresku harmonizaciju kao proces prilagođavanja nacionalnih fiskalnih sistema u funkciji postizanja zajedničkih ciljeva. Chetcuti (2001) pod poreskom konkurencijom podrazumijeva proces uklanjanja poreskih prepreka i protivurječnosti između nacionalnih poreskih sistema. U svakom slučaju, pod poreskom harmonizacijom se najčešće podrazumijeva proces uklanjanja poreskih

<sup>128</sup> Konkretnije o Fiskalnom paktu, uopšte reformama Pakta vidjeti: European Commission, 2013; European Central Bank, 2012; Institute for International and European Affairs, 2012.



barijera između poreskih sistema u međunarodnim organizacijama ili regijama unutar zemlje. U EU poreska harmonizacija znači koordinaciju poreskih sistema država članica u funkciji izbjegavanja mjera fiskalne politike nacionalnih država, koje bi mogle negativno da se odraze na funkcionisanje zajedničkog tržišta, da sputaju mobilnost faktora proizvodnje i otežaju racionalnu alokaciju resursa.

U suštini, poreska harmonizacija je složen i sveobuhvatan mehanizam. Najčešće se sprovodi na način što se vrši prilagođavanje poreskih stopa, osnovica i procedura. Puna harmonizacija bi obuhvatala sva tri nivoa, ali je veoma teško dostižna u praksi zbog niza razloga.

Fiskalni dispariteti, koji mogu poticati od različitih faktora, izazivaju poremećaje koji ugrožavaju normalno funkcionisanje zajedničkog tržišta. Nastaju kao rezultat činjenice da je eurozona relativno mlada i da bez obzira na postojanje zajedničke valute, egzistiraju različiti nacionalni poreski sistemi. Postoje tri vrste barijera koje onemogućavaju kreiranje identičnih nacionalnih poreskih sistema u Evropi – političke, ekonomske i socijalne.

Političke barijere su vezane za nespремnost država članica da svoj poreski suverenitet prebace na nadnacionalni nivo. Ekonomske proizilaze iz različitog nivoa razvijenosti država članica, što je prouzrokovalo razlike u nacionalnim poreskim sistemima. Socijalne prepreke dolaze do izražaja zbog različitih nacionalnih socijalnih sistema i socijalne politike. Zbog ovih, kao i čitavog niza drugih razloga, koriste se mjere fiskalne harmonizacije, ne s ciljem potpunog brisanja razlika u nacionalnim poreskim sistemima, nego s ciljem uklanjanja poreske diskriminacije, odnosno fiskalnih prepreka i neusklađenosti između poreskih sistema država članica.

Potrebno je spriječiti negativne posljedice prekograničnog preliivanja efekata poreskih politika.<sup>129</sup> Zato što pojedinačne države članice imaju malo podsticaja da se pozabave posljedicama preliivanja, zbog čega je i potrebno sprovesti poresku harmonizaciju unutar EU.

Prednosti poreske harmonizacije su brojne. Poreska harmonizacija će uticati na povećanje transparentnosti, odnosno predvidivosti poreske obaveze za poreske obveznike, omogućiti optimalnu alokaciju resursa putem naglašavanja poreske neutralnosti, smanjiti troškove poštovanja poreske obaveze (eng. Tax Compliance Costs).

Teorijska istraživanja efekata poreske harmonizacije u EU uglavnom su zasnovana na modelu međunarodne trgovine u idealnom svijetu posmatranom preko dvije zemlje s ograničenim mogućnostima trgovanja, gdje postoji mali broj roba ili uniformna vrsta konkurencije. Pionirska istraživanja poreske konkurencije potiču od Keena (1986, 1989) koji je postavio osnovu za buduće modeliranje poreske harmonizacije, posebno harmonizacije PDV-a, budući da je potvrdio postizanje Pareto efikasnosti u slučaju postojanja poreske harmonizacije. Kasnije se javlja niz novih teorijskih istraživanja poput Lopez–Garsia (1996), Lockwooda (2000), Keen et al. (2001), Lopez–Garsia (2004) i ostalih, sa sličnim zaključcima.

---

<sup>129</sup> Zabrana poreske diskriminacije je utvrđena članom 95 Rimskog ugovora iz 1957. godine.

Osnovni instrumenti poreske harmonizacije su smjernice (direktive), koje predstavljaju dio sekundarnog zakonodavstva kao drugog po jačini pravnog instrumenta u EU (odmah iza Ugovora) a koriste se radi preciziranja okvira koje bi države članice trebale da unesu u svoju regulativu. Predstavljaju orijentir državama članicama u kojem pravcu bi trebalo vršiti reformu poreskih sistema. U tom smislu se najdalje odmaklo u harmonizaciji indirektnih poreza (PDV-a i akciza), dok je harmonizacija direktnih poreza (poreza na dobit i poreza na dohodak) djelimično izvršena.

Harmonizacija PDV-a je najvažniji segment poreske harmonizacije u EU. Bitno je postojanje velikog stepena usklađenosti PDV-a između država članica, jer je PDV nastao unutar nadnacionalne tvorevine, za razliku od većine drugih poreza, zbog čega je i inkorporiran u evropske ugovorne propise, što je olakšalo samu harmonizaciju. Postupak harmonizacije opšteg poreza na promet je vršen na način što je PDV ugrađen u poreske sisteme država članica, zatim je izvršeno usklađivanje poreske osnovice u državama, da bi se na kraju aktivnosti usmjerile u pravcu izjednačavanja broja i visine poreskih stopa. Savjet je u skladu s prethodno pomenutim postupkom usvojio preko trideset direktiva, od kojih su najvažnije prva, druga i šesta. Naime, suština Prve direktive usvojene 1967. godine (67/227/EEC), je uvođenje zajedničkog sistema PDV-a umjesto dotadašnjih sistema poreza na promet. Druga direktiva, takođe usvojena 1967. godine, (67/228/EEC) ima za cilj da izvrši detaljan opis ključnih elemenata zajedničkog sistema PDV-a. Šesta direktiva, usvojena 1977. godine (77/388/EEC), predstavlja ključni dokument, odnosno zakonsku osnovu za harmonizaciju PDV-a unutar EU.<sup>130</sup> Direktiva (2006/112/EEZ) usvojena 2006. godine predstavlja konsolidovanu varijantu svih dotadašnjih evropskih propisa o PDV-u, i sadrži osnovne odrednice (poreski obveznik, predmet oporezivanja, poreska osnovica, poreske stope<sup>131</sup>, poreska oslobađanja, pretporez i odbitak pretporeza i posebni postupci oporezivanja) evropskog sistema PDV-a.

Empirijska istraživanja poreske harmonizacije vezane za PDV, takođe su potvrdila opravdanost njene primjene unutar EU. Istraživanja sprovedena na primjeru 14 država članica, između ostalog su potvrdila postojanje pozitivnog efekta poreske harmonizacije PDV-a na podizanje opšte efikasnosti evropskih PDV planova, povećanje ukupnog nivoa prihoda od PDV-a uz zadržavanje prosječnog poreskog potraživanja na istom nivou.<sup>132</sup>

EU je dijelom uspjela uskladiti akcize među državama članicama, i pored postojanja brojnih razlika izazvanih različitim faktorima. Systemska direktiva (92/12/EEZ) je propisala opšta pravila za sve vrste akciza – na alkohol i alkoholna pića, na duvanske proizvode i na mineralna ulja (energetnti). Direktiva (2008/118/EEZ), kojom je zamijenjena prethodna, utvrđuje opšti akcizni sistem i vezana je za energetske proizvode i električnu energiju. Direktiva 2003/96/EEZ se odnosi na mineralna ulja, naftne derivate i ostale energente. Direktiva 92/83/EZ i 92/84/EZ uređuje akcize na alkohol i alkoholna pića. Direktiva 95/59/EZ, 92/79/EZ i 92/80/EZ se odnosi na

---

<sup>130</sup> Stupanjem na snagu Šeste direktive prestaje da važi Druga direktiva.

<sup>131</sup> Države članice primjenjuju standardnu stopu PDV-a koja ne može biti viša od 15%, kao i jednu ili dvije snižene stope koje ne mogu biti niže od 5%.

<sup>132</sup> Vidjeti: Kabatek, 2009; str. 42.

duvanske proizvode. Osim opštih direktiva, za harmonizaciju akciza se koristi i niz određenih uredbi i odluka s ciljem obuhvata ostalih elemenata vezanih za akcize.

Harmonizacija direktnih poreza otpočela je nakon što se podmaklo u harmonizaciji indirektnih poreza, za koje se procijenilo da mogu negativnije da se odraze na zajedničko tržište. Zato je sve do 1977. godine harmonizacija direktnih poreza bila skromna, dok su konkretniji pomaci napravljeni 1990. godine. Direktive koje su na snazi u oblasti poreza na dobit se odnose na oporezivanje matičnih i zavisnih društava, poreski tretman spajanja, dijeljenja i transfera imovine i udjela među preduzećima, arbitražni postupak u slučaju dvostrukog oporezivanja, oporezivanje kamata i autorskih naknada između povezanih kompanija, kao i evropski model sprječavanja štetne poreske konkurencije.

Pored brojnih teorijskih istraživanja koja ukazuju na potrebu harmonizacije direktnih poreza unutar EU, u posljednje vrijeme je rađen značajan broj empirijskih istraživanja, koja su u principu potvrdila postojanje pozitivne korelacije između harmonizacije poreza na dobit, efekta na BDP i ukupnog blagostanja, dok je efekat na poreske prihode relativno mali.<sup>133</sup>

Harmonizacija poreza na dohodak tretira kamate na štednju, dividende i penzije. Teorijska istraživanja efekata razlika vezanih za porez na dohodak su najčešće vezana za pitanja uticaja tretiranih elemenata na troškove radne snage, prevajivanja poreskog tereta između poslodavaca i zaposlenih, mjerenja prevajivanja poreskog opterećenja i slično, što može biti uzrok izraženog seljenja radne snage i kapitala među državama članicama.<sup>134</sup>

Dokumenta koja su se pojavljivala u različitim kontekstima, a koja manje ili više sadrže razmatranje harmonizacije direktnih poreza su: Neumarkov izvještaj iz 1962. godine, Tempelov izvještaj iz 1970. godine, memorandum Evropske Komisije iz 1967. i 1969. godine, Bijela knjiga formiranja zajedničkog tržišta iz 1985. godine, direktive Savjeta iz različitih godina a vezane za oblasti izbjegavanja dvostrukog oporezivanja, oporezivanja štednje, dividende, udjela u subjektima koji posluju u različitim državama, i slično.

### **3.1.4. Analiza poreske konkurencije kao snažnog faktora modeliranja savremenih poreskih sistema**

Nasuprot poreskoj harmonizaciji, koja se odnosi na usklađivanje poreskih sistema, stoji poreska konkurencija. Naime, iako je problematika vezana za poresku konkurenciju često posljednjih godina bila predmet brojnih teorijskih i empirijskih istraživanja, zbog složenosti pomenutog fenomena postoji relativno mali broj definicija koje bliže određuju njen sadržaj. Tako Mara (2007) definiše poresku konkurenciju kao fiskalni mehanizam koji se odvija među državama, a koji podrazumijeva korišćenje glavnih instrumenata vezanih za promjenu poreske stope ili poreske

---

<sup>133</sup> Vidjeti na primjer rezultate sofisticiranog istraživanja zasnovanog na modelu opšte ravnoteže vezanom za harmonizaciju poreza na dobit u EU: Brocher, Jensen, Svensson i Sorensen, 2007.

<sup>134</sup> Pogledati: Wolowiec i Sobon, 2011.

osnovice, ili s ciljem privlačenja novog kapitala odnosno radne snage, ili kao direktan odgovor na isto ponašanje drugih država koje pokušavaju da izbjegnu odliv kapitala ili radne snage. Keen (2008) pod poreskom konkurencijom podrazumijeva svako strateško podešavanje poreza u nekooperativnoj igri između država (jurisdikcija), u kojoj države, federalne jedinice ili provincije u okviru federacija vrše podešavanje svojih poreskih sistema u odnosu na podešavanja izvršena od strane drugih.

U suštini, riječ je o svojevrsnoj utakmici između država za postizanje raznovrsnih ciljeva, putem različitih poreskih mjera i instrumenata (najčešće direktnih poreza). Obično se koriste tri grupe instrumenata za ostvarivanje konkurentske prednosti među državama. Prva se odnosi na konkurenciju koja se vrši podešavanjem visine poreskih stopa. Druga se odnosi na način utvrđivanja poreske osnovice, u okviru koje se različitim odredbama o odobravanju određenih odbitaka, poreskom tretmanu gubitaka, ili primjenom metode amortizacije, ostvaruje konkurentska prednost. Treći instrument je vezan za direktne podsticaje kojima nacionalne vlasti žele da se nametnu, a koji se odnose na dodjeljivanje subvencija po raznim osnovama, izgradnju infrastrukture, i slično.

Brojni su razlozi za stavljanje povećanog akcenta na poresku konkurenciju u posljednjih nekoliko decenija. Easson i Zolt (2003) ističu povećanu mobilnost međunarodnih kompanija nastalu kao rezultat razvoja informacione tehnologije, ili ukidanje brojnih carinskih i necarinskih barijera pod pritiskom globalizacije. Takođe naglašavaju veću pažnju koja se poklanja poreskom tretmanu profita u zemlji investiranja, na način što se različitim unilateralnim i bilateralnim mjerama vrši eliminisanje doskoro veoma rasprostranjenog dvostrukog oporezivanja, kao i snažniji akcent na troškove izazvane poreskom konkurentnošću.

Poreska konkurencija izaziva brojne pozitivne i negativne efekte. Među razlozima koji motivišu donosioce odluka da koriste poresku konkurenciju, spadaju i motivi vezani za privlačenje:

- Stranih direktnih investicija;
- Portfolio investicija, visoko mobilnog finansijskog kapitala koji je od suštinskog značaja za finansiranje domaćih kompanija i jačanje domaćeg finansijskog tržišta;
- Internih finansijskih tokova unutar multinacionalnih kompanija, putem privlačenja korporativnih jedinica preko kojih se vrši međunarodni transfer profita;
- Prekograničnih kupaca, posebno za akcizne proizvode, kada postoji značajna razlika u nivou akciza;
- Visoko obučene radne snage, za koju je karakteristična visoka mobilnost (Talpos i Crasneac, 2010, str. 41-42).

Pozitivni efekti poreske konkurencije su višestruki. U literaturi se najčešće ističu njeni pozitivni efekti vezani za:

- Povećanje ukupnog (opšteg) blagostanja do kojeg dolazi usljed smanjenja poreskih stopa;

- Povećanu efikasnost finansijskih tržišta i poslovne aktivnosti uopšte, usljed činjenice da dolaze do izražaja biznisi koji nude najveću stopu povrata na investicije;
- Pozitivan uticaj na odmjerenu i efikasnost izvršne vlasti odnosno nosilaca ekonomske politike u jednoj zemlji, do koje dolazi usljed ograničavanja širenja državne administracije zbog obavezne racionalizacije javne potrošnje nastale pod pritiskom poreske konkurencije, te samim tim i povećanja njene fiskalne odgovornosti.

Poreska konkurencija smanjuje poreske stope, širi poresku osnovicu, smanjuje negativne efekte koje porezi izazivaju u ekonomiji, podstiče priliv investicija usljed povećanja investicione klime i razvoja finansijskog tržišta, i stimuliše efikasnije ponašanje donosilaca odluka zbog manjih poreskih prihoda.

Osim pozitivnih, poreska konkurencija može imati nepravičan karakter i izazvati čitav niz negativnih efekata. O nepravičnoj poreskoj konkurenciji govorimo onda kada se poreska konkurencija koristi u funkciji poboljšanja konkurentne pozicije jedne države radi privlačenja mobilnog kapitala putem smanjivanja poreskog opterećenja, a da je pri tom nanešena šteta drugim državama. U literaturi se u teorijskom smislu najčešće ističu dva negativna efekta koje izaziva poreska konkurencija – distorzija privatnog sektora i distorzija javnog sektora. Do distorzije u privatnom sektoru dolazi usljed pretpostavke da investicije koje se usmjeravaju porezima u bilo kojem smislu, bivaju neefikasne za svjetsku ekonomiju, budući da se njihova alokacija ne vrši u zavisnosti od mogućnosti njihove oplodnje odnosno stope povraćaja, već dobrim dijelom u zavisnosti od atraktivnosti poreskog ambijenta. To može dovesti do njihove neadekvatne alokacije, odnosno do investiranja koje prevazilazi apsorpcionu moć pojedinih država. S druge strane, distorzija javnih investicija nastaje usljed smanjenih poreskih prihoda izazvanih seljenjem kapitala i visoko mobilne radne snage u poreski konkurentnije krajeve, što izaziva smanjenje javnih prihoda, odnosno negativne fiskalne eksternalije (Edwards i Mitchell, 2008, str. 8-9).

Negativne strane poreske konkurencije ogledaju se, prije svega, u mogućem narušavanju odnosa u međunarodnoj trgovini i investicionim tokovima uopšte. Ovo na način što se kreiraju takvi poreski sistemi koji imaju dominantnu funkciju privlačenja različitih vrsta investicija, što skoro po pravilu dovodi do erozije poreskih osnovica kao i obaranja nivoa poreskih prihoda. To za posljedicu ima nemogućnost ostvarivanja osnovnih ciljeva fiskalne politike, a posebno redistributivnih ciljeva. Time se zapravo vrši podrivanje principa pravednosti, koji je od izuzetne važnosti u svakom poreskom sistemu. Osim toga, poreska konkurencija često vrši pritisak putem prebacivanja poreskog tereta koje prevazilazi ekonomsku logiku s mobilnijih na manje mobilne poreske osnovice, čime izaziva nepoželjnu strukturu poreskih prihoda, a samim tim i javnih rashoda.

Zbog toga je OECD izdvojio tri faktora koji se uzimaju u obzir prilikom naglašavanja negativnih efekata poreske konkurencije. Polazi se od pretpostavke da poreska konkurencija može da dovede do:

- Podsticanja nepoštovanja poreskih zakona drugih zemalja, usljed konkurentskog pritiska koji poreska konkurencija pravi među državama, izazivajući međunarodnu odnosno opštu evaziju poreza;

- Podrivanja mogućnosti svake zemlje da sama odlučuje o raspodjeli poreskog tereta između mobilnih i manje mobilnih poreških osnovica, do čega dolazi zbog preferencijalnog poreskog tretmana mobilnih faktora u odnosu na nemobilne;
- Distorzije finansijskih i (indirektno) realnih investicionih tokova, nastalih pod pritiskom poreske konkurencije (Teather, 2005, str. 80-81).

Poreska konkurencija može biti posmatrana u funkciji teritorijalnog ili sektorskog principa. Ukoliko se posmatra s teritorijalnog aspekta, OECD (2003) među vrstama poreske konkurencije ubraja onu koja se vrši između regiona unutar jedne države, između država unutar carinske unije ili zajedničkog tržišta, ili, pak, između država susjeda određenog regiona. Kada je riječ o sektorskom principu, poresku konkurenciju dijeli na onu usmjerenu ka automobilskoj industriji, ka elektronskoj industriji i drugim visokim tehnologijama, kao i onu koja je usmjerena na finansijske centre multinacionalnih kompanija.

Za razliku od poreske harmonizacije u EU, koja ima za cilj postizanje sve većeg stepena neutralnosti na jedinstvenom evropskom tržištu, kao posljedica njene nezaokruženosti i postojanja odvojenih fiskalnih politika, među članicama EU dolazi do poreske konkurencije, koja veoma često osim pozitivnih, izaziva i negativne efekte zbog čega poprima karakter nepravične poreske konkurencije. Evropska komisija je u Kodeksu ponašanja za oporezovanje poslovne aktivnosti<sup>135</sup> (eng. Code of Conduct for Business Taxation) koji je usvojila 1997. godine, definisala nepravičnu poresku konkurenciju kao unaprjeđenje relativne konkurentne pozicije jedne države naspram drugih, koja se ostvaruje snižavanjem poreških stopa za poslovne aktivnosti i pojedince, u cilju zadržavanja odnosno privlačenja mobilnih ekonomskih aktivnosti, ne vodeći računa o tome da li takvi potezi predstavljaju trošak za druge države ili ne.

Naime, uspostavljanjem zajedničkog tržišta EU, otvoren je prostor za nesmetno kretanje roba, usluga, rada i kapitala među državama članicama. Upravo to je uticalo na pojavu poreske konkurencije među njima. Ovo usljed težnje država članica da instrumentiranjem fiskalne politike koji im stoji na raspolaganju poboljšaju konkurentnost sopstvenih poreških sistema i time obezbijede zadržavanje ili privlačenje mobilnog kapitala, ne bi li time pružile doprinos poboljšanju performansi nacionalne ekonomije, ne vodeći računa o negativnim efektima prelijanja na druge države. Na taj način je poreska konkurencija poprimila karakter nepravične konkurencije, zbog čega se javila potreba ne samo za intenziviranjem poreske harmonizacije unutar EU, nego i za odbrambenim mjerama od same konkurencije s negativnim predznakom. Ukoliko nepravičnu poresku konkurenciju unutar EU posmatramo iz ugla stalne tendencije ka proširenju Unije, problem je složeniji.<sup>136</sup>

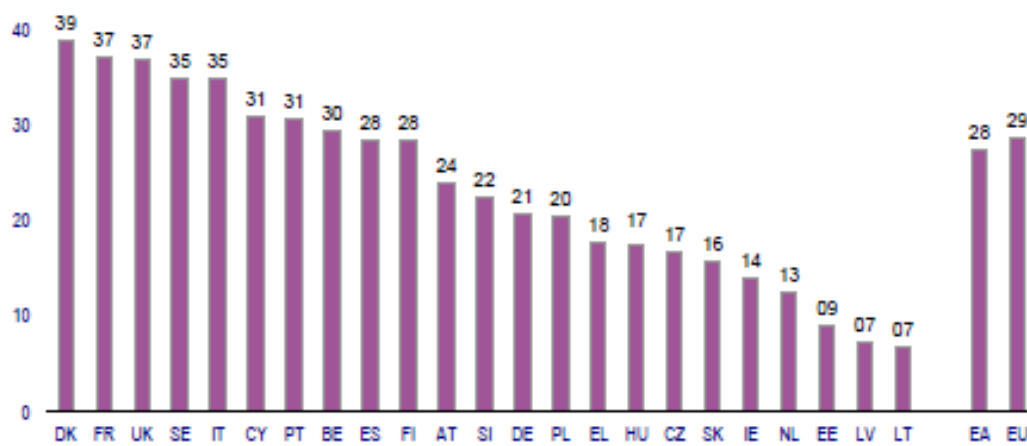
Veličina poreske konkurencije se najčešće izražava preko praćenja evolucije poreskog opterećenja (eng. Evolution of Tax Burden). Iskazuje se putem efektivne poreske stope kao indikatora mjere poreske konkurencije (predstavlja ratio efektivna poreska stopa/efektivna poreska osnovica). Međutim, kako su podaci o kretanjima efektivne

<sup>135</sup> Vidjeti: European Commission, 1998.

<sup>136</sup> Veza između proširenja EU i poreske konkurencije je posebno istraživana u radu: Davies i Voget, 2011.

poreske stope na nivou EU rijetki, umjesto toga se kao mjera poreske konkurencije koristi implicitna poreska stopa na kapital i poslovni prihod (eng. Implicit Tax Rate on Capital and Business Income) koja se izražava kao ratio efektivna poreska stopa na kapital i poslovni prihod/efektivna poreska osnovica, uzimajući pri tom u obzir sve odbitke i izuzeća. Prateći diverzifikaciju implicitne poreska stopa na kapital članica EU, koja na primjer u Danskoj iznosi 39 a u Letoniji samo 9, dolazi se do zaključka da postoji širok prostor za djelovanje poreske konkurencije unutar EU, što se može vidjeti i na grafiku (35):

Grafik 35: Implicitne poreske stope na kapital u Evropskoj uniji<sup>137</sup>



Izvor: European Commission, 2012a; str. 20.

Nepravična poreska konkurencija posebno dolazi do izražaja u području oporezivanja preduzeća, zbog još uvijek nedovoljne usklađenosti ove problematike na nivou EU. To je bio i razlog zbog kojeg je na nivou EU razvijen tzv. model sprječavanja štetne poreske konkurencije, koji se temelji na tzv. Rudingovom izvještaju (eng. Ruding Report), izvještajima tzv. Primarolo grupe (eng. Primarolo Group), odnosno dokumentima Evropske komisije – Oporezivanje u EU, usvojenom 1996. godine, te Kodeksu ponašanja za oporezovanje poslovne aktivnosti iz 1997. godine.

Cilj osnivanja Rudingovog komiteta eksperata osnovanog 1990. godine je bio analiza potreba za većom harmonizacijom u oblasti oporezivanja poslovne aktivnosti u EU. Sačinjen je izvještaj u kojem je konstatovana potreba umanjena distorzija u prekograničnim ekonomskim aktivnostima, kao i utvrđivanje minimalnih i maksimalnih poreskih stopa. U dokumentu pod nazivom Oporezivanje u EU, Evropska komisija je pozvala države članice da izvrše međusobnu koordinaciju fiskalnih politika s ciljem umanjena nepravične poreske konkurencije. Evropska komisija je takođe Kodeksom ponašanja za oporezivanje poslovne aktivnosti pozvala

<sup>137</sup> Nedostaju podaci za Bugarsku, Luksemburg, Rumuniju, Maltu i Island, dok su podaci za Veliku Britaniju iz 2009. godine.

države članice da se politički obavežu da će poštovati principe pravične poreske konkurencije i da ne posežu za mjerama koje su u domenu nepravične poreske konkurencije, čija je lista inače posebno data Kodeksom. Fokus se stavlja na potencijalno nepravične mjere u oporezivanju poslovne aktivnosti koje imaju ili mogu imati uticaja na lokaciju poslovne aktivnosti u EU. U izvještajima o primjeni Kodeksa ponašanja koje redovno kreira Primarolo grupa, do sada je prepoznato nekoliko stotina potencijalno nepravičnih mjera, koje su razvrstane u šest kategorija:

- Finansijske usluge, grupe finansijskih plaćanja i autorskih honorara;
- Osiguranje, reosiguranje i ograničeno osiguranje;
- Pružanje usluga unutar grupe kompanija;
- Holding kompanije;
- Izuzete kompanije i ofšor kompanije;
- Druge mjere.<sup>138</sup>

Ipak, posebna pažnja se poklanja problematici vezanoj za dvostruko oporezivanje poslovnih subjekata, oporezivanje prihoda od kamata na štednju i poreze po odbitku kod oporezivanja kamata i naknada za autorska prava prilikom prekograničnih transakcija kompanija. Izvještaj osim mjera koje bi mogle uzrokovati štetnu poresku konkurenciju, sadrži i dio koji se odnosi na problematiku državne pomoći, s obzirom da značajan njen dio može imati štetan karakter s aspekta poreske konkurencije.

### **3.2. Analiza fiskalne politike u Evropskoj uniji – specifičnost budžeta Evropske unije**

Fiskalna politika u EU dominantno je decentralizvanog karaktera, s obzirom na dosadašnju punu ingerenciju država članica u vođenju svojih nacionalnih fiskalnih politika. Budžet EU je, s druge strane, praktično jedini instrument sprovođenja zajedničke fiskalne politike na nivou Unije. Riječ je o važnom instrumentu koji doprinosi ispunjavanju prethodno postavljenih ciljeva putem svojih višegodišnjih prioriteta sadržanih u njegovoj strukturi. Predstavlja izuzetno složen mehanizam, s brojnim karakteristikama koji ga razlikuju od nacionalnih budžeta država članica. Razlike se prije svega vezuju za specifičnosti vezane za prihodnu i rashodnu stranu budžeta EU u odnosu na klasične nacionalne budžete, za njegovu veličinu (svega oko 1% BDP EU, ili oko 2% ukupnih nacionalnih budžeta država članica),<sup>139</sup> za značajno manju dinamiku rasta u odnosu na nacionalne budžete,<sup>140</sup> za obavezu striktnog uravnoteženja (zabranu suficita/deficita), za njegov dominantan investicioni karakter (preko 90% budžeta EU se ulaže u države članice u skladu s odgovarajućim programima i politikama), kao i za specifičnosti koje se odnose na mogućnost zaduživanja i pozajmljivanja sredstava korisnicima budžeta. Zasniva se na osnovnim načelima (principima): jedinstva, tačnosti, univerzalnosti, godišnje periodičnosti,

---

<sup>138</sup> Pogledati: Kiekebeld, 2004; Liebman, 2003.

<sup>139</sup> Na primjer, u 2011. godini, budžet EU je iznosio 127 milijardi eura, a zbir svih nacionalnih budžeta država članica EU je iznosio čak 6300 milijardi eura (50 puta više).

<sup>140</sup> U periodu od 2000-2010. godine nacionalni budžeti država članica su povećani za 62%, dok je u istom periodu budžet EU porastao za 37%.



ravnoteže, specifikacije, jedinice obračuna, transparentnosti i razumnog finansijskog upravljanja (European Commission, 2008, str. 163-200).

Specifičnost budžeta EU takođe dolazi do izražaja i kod evaluacije funkcija koje budžet u teoriji obavlja, kao jedna od osnovnih institucija javnih finansija. Naime, za razliku od tradicionalnih funkcija vezanih za alokativnu, redistributivnu i stabilizacionu funkciju koje bi budžet trebao da obavlja, kod budžeta EU to nije slučaj. Naime, alokativna funkcija budžeta EU je prilično ograničena, pa i pored postojanja programa koji se iz nadnacionalnog budžeta finansiraju jedino u oblasti poljoprivrede. Budžet EU s druge strane nije instrument makroekonomske stabilizacije, za razliku od drugih klasičnih budžeta. Konačno, i pored činjenice da su regionalni i socijalni troškovi porasli u posljednje vrijeme, redistributivna funkcija budžeta je prilično ograničena u poređenju s budžetima država članica.

Budžet EU dominantno počiva na, uslovno rečeno, sopstvenim prihodima počev od 1970. godine, čiji je iznos trenutno ograničen na 1,24% BDP Unije. Sopstvene prihode ipak treba shvatiti uslovno, s obzirom na punu ingerenciju država članica da uređuju i naplaćuju poreze, što svakako nije slučaj s Unijom. Sastoje se od prihoda po osnovu uvoznih carina i dažbina na poljoprivredne proizvode (tradicionalni sopstveni prihodi), prihoda od dijela poreza na dodatu vrijednost, kao i prihoda zasnovanim na bruto nacionalnom dohotku. Osim toga, u prihode budžeta EU spadaju i ostali prihodi, u koje se ubrajaju prihodi od poreza na dohodak i drugih odbitaka od plata osoblja ustanova EU, prihodi od kamata, doprinosa država koje nijesu članice nekim programima EU, prihodi od otplata neiskorišćene finansijske pomoći primljene od EU, prihodi od kamata na zakašnjela plaćanja, prihodi od kazni, kao i prihodi po osnovu viška sredstava ostvarenih u prethodnom periodu.

Pomenuta struktura sopstvenih prihoda budžeta EU se tokom vremena mijenjala, tako da je od 1970. godine značajno evoluirala, što je prikazano tabelom (15):

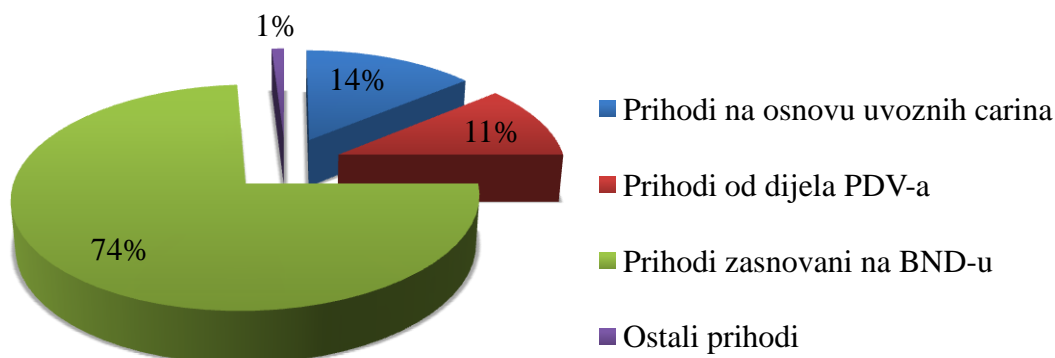
Tabela 15: Evolucija sistema sopstvenih prihoda budžeta Evropske unije

<b>Luxembourg (Sistem sopstvenih prihoda) 1970. godina</b>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Uvozne carine</li> <li>2. Nameti od poljoprivrede</li> <li>3. Prihod od PDV-a po stopi od 1%</li> </ol>
<b>Fontainebleau 1984. godina</b>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1.i 2. Neprimijenjeno</li> <li>3. Prihod od PDV-a po stopi od 1,4%</li> </ol>
<b>Brusseles (Prvi Delorsov paket) 1988-1992</b>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1.i 2. Neprimijenjeno</li> <li>3. Prihod od PDV-a po stopi od 1,4%, ali je osnovica ograničena na 55% BNP za sve države članice</li> <li>4. Prihod po osnovu BNP</li> <li>5. Ukupni prihodi ograničeni na 1,2% BNP-a EU (1999. godina)</li> </ol>
<b>Edinburgh (Drugi Delorsov paket) 1993-1999</b>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1.i 2. Neprimijenjeno</li> <li>3. Prihod od PDV-a po stopi od 1%, osnovica ograničena na 50% BNP za kohezione zemlje od 1996. godine, a za ostale od 1999. godine</li> <li>4. Prihod po osnovu BNP povećan</li> <li>5. Ukupni prihodi ograničeni na 1.27% BNP EU</li> </ol>
<b>Berlin (Agenda 2000) 2000-2006</b>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1.i 2. Neprimijenjeno</li> <li>3. Postepeno snižavanje stope PDV-a na maksimalno 0.5%</li> <li>4. Prihod po osnovu BNP povećan</li> <li>5. Ukupni prihodi ograničeni na 1.27% BNP EU</li> </ol>
<b>Finansijska perspektiva 2004-2006</b>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1., 2., 3., i 4. nepromijenjeno</li> <li>5. Ukupni prihodi ograničeni na 1.24% BNP EU</li> </ol>

Izvor: Modifikacija na osnovu Eijffinger i De Haan, 2008; str. 109.

S druge strane, struktura prihoda budžeta EU za 2013. godinu može se vidjeti na grafiku (36):

Grafik 36: Struktura prihoda budžeta Evropske unije za 2013. godinu



Budžet EU se osim na jednogodišnjem budžetu, zasniva i na višegodišnjem finansijskom okviru (perspektivi), počev od 1988. godine, kao dokumentu koji personifikuje okviran pregled očekivanih prihoda i rashoda u narednom periodu, koji iznosi najmanje pet godina, i koji značajno povećava predvidljivost izdataka Unije. Pomenuti dokument takođe predstavlja mehanizam pomoću kojeg se ključne institucije EU – Evropska komisija, Evropski parlament i Savjet EU dogovaraju oko glavnih budžetskih prioriteta za naredni višegodišnji period, putem utvrđivanja maksimalnih iznosa za finansiranje aktivnosti EU u prioritetnim oblastima.

Rashodi budžeta EU služe za finansiranje zajedničkih politika koje su od strane država članica prenete na nadnacionalni nivo, za čije izvršenje je zadužena Evropska komisija. Struktura javnih rashoda ukazuje na političke prioritete Unije, koji su grupisani u sljedeće kategorije, čija višegodišnja dinamika se može vidjeti u tabeli (16):

- Održivi razvoj: ostvaruje se preko dvije povezane stavke, koje se odnose na konkurentnost za rast i zaposlenost i koheziju za rast i zaposlenost;
- Prirodni resursi: pomoć evropskoj poljoprivrednoj politici, ribarstvu, ruralnom razvoju, očuvanju prirodnih resursa;
- Unutrašnje politike: borba protiv terorizma, organizovanog kriminala, ilegalnih migracija, zaštitu potrošača i slično;
- EU kao globalni partner: spoljne aktivnosti EU, pretprijetupni programi pomoći budućim članicama;
- Administrativni troškovi i naknade: troškovi institucija EU.

Tabela 16: Višegodišnji finansijski okvir EU za period od 2007-2013. godine  
(u milionima eura)

<b>Obaveze</b>	<b>2007.</b>	<b>2008.</b>	<b>2009.</b>	<b>2010.</b>	<b>2011.</b>	<b>2012.</b>	<b>2013.</b>
<b>1. Održivi rast</b>	59.675	62.795	65.800	68.235	70.660	73.715	76.785
1 a. Konkurentnost za rast i zaposlenost	12.105	14.390	16.680	18.965	21.250	23.540	25.825
1 b. Kohezija za rast i zaposlenost	47.570	48.405	49.120	49.270	49.410	50.175	50.960
<b>2. Prirodni resursi</b>	57.180	57.900	58.115	57.980	57.850	57.825	57.805
Poljoprivreda	43.500	43.673	43.354	43.034	42.714	42.502	42.293
<b>3. Unutrašnje politike</b>	1.630	2.015	2.330	2.645	2.970	3.295	3.620
<b>4. EU kao globalni partner</b>	11.400	12.175	12.945	13.720	14.495	15.115	15.740
<b>5. Administracija</b>	3.675	3.815	3.950	4.090	4.225	4.365	4.500
Naknade							
<b>Ukupne obaveze</b>	<b>133.560</b>	<b>138.700</b>	<b>143.140</b>	<b>146.670</b>	<b>150.200</b>	<b>154.315</b>	<b>158.450</b>
<b>Ukupna plaćanja</b>	<b>124.600</b>	<b>136.500</b>	<b>127.700</b>	<b>126.600</b>	<b>132.400</b>	<b>138.400</b>	<b>143.100</b>
Plafon obaveza, u %	1,15	1,23	1,12	1,08	1,11	1,14	1,15
Nepredviđeni troškovi, u %	0,09	0,01	0,12	0,16	0,13	0,10	1,09
Plafon doprinosa, u %	1,24	1,24	1,24	1,24	1,24	1,24	1,24

Izvor: Evropska komisija

Međutim, u novije vrijeme se sve više u relevantnoj literaturi govori o potrebi reforme budžeta EU, kako na prihodnoj, tako i na rashodnoj strani. Ključni problem na rashodnoj strani budžeta se uglavnom u pomenutim istraživanjima odnosi na činjenicu da je postojeća rashodna strana budžeta relikv pošlosti, da je i suviše rigidna i da ne obezbeđuje prostor za finansiranje trenutno najaktuelnijih problema unutar Unije – izazova globalne konkurentnosti, bezbjednosti ili klimatskih promjena. Zato bi jedna od važnijih reformi budžeta EU morala biti vezana za obavezu stavljanja fokusa potrošnje na prave oblasti. S tim u vezi se najčešće analiziraju budžetske kategorije koje se odnose na istraživanje, razvoj i inovacije, stabilizaciju, životnu sredinu, poljoprivredu i ruralni razvoj, kao i izdatke koji se odnose na spoljne politike, a u kontekstu efektivnosti (vodi se računa o autputu i ciljevima) i efikasnosti (vodi se računa o autputu i troškovima). U skladu s tim, Terschys (2011) na primjer dolazi do niza zaključaka iz kojih treba izdvojiti onaj vezan za potrebu značajnijih izdvajanja Unije za istraživanje i razvoj i inovacije, s obzirom na ekonomiju obima koju je u ovom slučaju moguće očekivati. U strukturi javnih rashoda manji akcenat bi trebalo staviti na tradicionalna izdvajanja za poljoprivredu i koheziju, ponajviše zbog njegove nedovoljne efektivnosti. Rezultati pomenutog istraživanja i strukturnih promjena u narednom periodu mogu se sublimirati u tabeli (17):

Tabela 17: Rezime potrebnih strukturnih promjena u budžetu EU

Povećati	Značajnije na mijenjati	Značajnije smanjiti
Istraživanje i razvoj i inovacije	Konkurentnost i unutrašnje tržište	Poljoprivreda i ruralni razvoj
Stabilizacija	Kohezija (konvergencija)	Kohezija (regionalna konkurentnost)
Životna sredina	Zapošljavanje i socijalna zaštita	
Spoljašnji izdaci (odbrana, zastupljenost u globalnim organizacijama, razvojne pomoći, politike susjeda)	Zaštita potrošača	
	Sloboda, bezbjednost i pravda	
	Obrazovanje i kultura	

Izvor: Terschys, 2011; str. 106.

Kako su Laffan (2000) i Lindner (2006) pravilno primijetili, za uspješnost reforme finansija EU nije se dovoljno usmjeriti samo na troškove. Naime, sve dosadašnje uspješne reforme koje su u prethodnom periodu sprovedene podrazumijevale su reformu rashoda, prihoda, ali i samih budžetskih procedura.

S tim u vezi se u teoriji naglašava nekoliko faktora zbog kojih je potrebno ući u proces reforme sopstvenih izvora budžeta EU. Prvi razlog leži u potrebi značajnije finansijske autonomije Unije u funkciji kvalitetnijeg suočavanja s novim izazovima. Dalje, teorija fiskalnog federalizma ide u prilog značajnijoj intervenciji države na nivou zajednice. Potreba reforme budžeta EU proizilazi i iz neophodnosti stvaranja pretpostavki za obavljanje stabilizacione funkcije od strane budžeta EU, što do sada nije bio slučaj. Reforma budžeta je neophodna i radi praćenja izazova vezanih za promjenu političkog i institucionalnog modela Unije koja je u toku (Alves i Alfonso, 2009, str. 178-180).

Kada je o prihodnoj strani riječ, trenutno dominantno učešće imaju prihodi zasnovani na BNP, tradicionalni sopstveni prihodi vezani za uvozne carine i poljoprivredu, kao i prihodi od PDV-a, na osnovu čega se vidi ogromna zavisnost budžeta EU od doprinosa država članica. To s druge strane ima značajan uticaj i na način trošenja tako prikupljenih sredstava. Finansiranje putem kontribucija država članica ne samo da onemogućava racionalnu alokaciju resursa u EU, i proces čini komplikovanim, već utiče i na pojavu logike zasnovane na tzv. neto prinosu. Ovo je važno iz razloga što države članice na osnovu postojećeg sistema finansiranja prave kalkulacije o njihovom pojedinačnom doprinosu mjenom razlikom između onoga što plaćaju i što dobijaju od EU, što utiče na održavanje postojećeg načina finansiranja, budući da države koje više doprinose budžetu EU blokiraju svaku inicijativu za njegovim povećanjem, dok one kojima budžet EU doprinosi više forsiraju postojeće programe potrošnje.

S tim u vezi, pojedini teoretičari smatraju da pošto je nemoguće radikalno promijeniti dosadašnji način finansiranja EU zbog očekivanog političkog otpora, treba akcentirati staviti na minimiziranje neželjenih dejstava logike zasnovane na „neto prinosu“ putem odgovarajućeg korektivnog mehanizma. De la Fuente et al. (2008), pak, predlažu da države članice unaprijed dogovore njihova neto salda u cilju njihovog fiksiranja, kako bi se nakon toga kompletna pažnja usmjerila na suštinu, a ne na pojedinačne interese država članica vezane za strukturu potrošnje budžeta EU, s obzirom da je pomenutu raspravu do sada skoro po pravilu ometala diskusija o neto saldima među njima.

Pod uticajem niza faktora koji su naročito došli do izražaja od 2007. godine, a svjesni činjenice da jedino reforma prihodne strane budžeta EU koja ide u pravcu prepoznavanja sopstvenih prihoda nadnacionalnog budžeta u pravom smislu te riječi može da garantuje nezavisno finansiranje Unije, ali i pojednostavljuvanje sistema i povećanje njegove transparentnosti, počinje se razmišljati u pravcu postepene zamjene doprinosa nacionalnih država pravim sopstvenim prihodima budžeta EU. Ovo na način što bi na početku prihod od dijela PDV-a, koji je doprinos država članica, bio zamijenjen prihodom EU prikupljenim po nekom od sljedećih osnova: poreza na finansijski sektor, EU poreza na emisiju gasova staklene bašte, prihoda po osnovu oporezivanja saobraćaja, „evropskog“ PDV-a, EU poreza na energiju ili EU poreza na dobit.<sup>141</sup> Drugi autori pominju kao opcije osim EU PDV-a i EU poreza na dobit, još i pojedine akcize i tzv. eko oporezivanje, kao i EU porez na dohodak.<sup>142</sup> Koliko ponudene alternative zadovoljavaju kriterijume koje je Evropska komisija postavila, vidi se na osnovu tabele (18).

Kao rezultat prethodno sprovedenih istraživanja, Evropska komisija je 2011. godine predložila niz promjena, od kojih je potrebno izdvojiti tri:

- Doprinos država članica treba da bude pojednostavljen putem ukidanja postojećeg prihoda od dijela PDV-a od 31. decembra 2013. godine, s obzirom da predstavlja značajan administrativni teret;
- Porez na finansijske transakcije<sup>143</sup> i novi sopstveni izvor od PDV-a treba da budu uvedeni u periodu od 2014. do 2018. godine, koji će biti bolje povezani s evropskim politikama i ciljevima, što će postepeno smanjiti direktan doprinos država članica;
- Počev od 2014. godine uspostaviti novi sistem privremenih korekcija, koji će zamijeniti sve postojeće mehanizme (D'Alfonso, 2013, str. 6).

---

<sup>141</sup> Detaljnije o prednostima i nedostacima navedenih opcija koje je dala Evropska komisija vidjeti: Haug, Jutta, Lamassoure, Alain i Verhofstadt, 2011; str. 38-50.

<sup>142</sup> Detaljnije pogledati: Cacheaux, 2007.

<sup>143</sup> Ukupan prihod po osnovu poreza na finansijske transakcije se procjenjuje na 57 milijardi godišnje u čitavoj Evropskoj uniji, od čega će se dio uzeti kao sopstveni prihod budžeta EU, što će uticati na smanjenje nacionalnih doprinosa država članica.

Na osnovu predloga reforme sistema prihoda budžeta EU, usvojena je nova višegodišnja finansijska perspektiva za period 2014-2020. godine, koja se trenutno i primjenjuje.<sup>144</sup>

Tabela 18: Korelacija opcija za oporezivanje i potrebnih kriterijuma

	Porez na finansijski sektor	EU porez na emisiju gasova staklene bašte	Oporezivanje saobraćaja	„Evropski“ PDV	EU porez na energiju	EU porez na dobit
<b>Dovoljnost</b>	..	...	..	...	...	...
<b>Stabilnost</b>	.	..	..	...	...	.
<b>Vidljivost i jednostavnost</b>	...	...	...	...	...	..
<b>Efikasna alokacija resursa</b>	.	...	...	..	...	...
<b>Vertikalni kapital</b>	...	--	...	...	..	...
<b>Horizontalni kapital</b>	...	...	...	..	..	..
<b>Pravičan doprinos</b>	..	..	...	..	...	.
<b>Niski administrativni troškovi</b>	..	...	...	...	...	..

Napomena: visoka korelacija (...), srednja korelacija (..), niska korelacija (.), nema korelacije (--)

Izvor: Cacheaux, 2007.

<sup>144</sup> Evropski parlament je 3.7.2013. godine usvojio rezoluciju o višegodišnjoj finansijskoj perspektivi za period 2014-2020. godine, čime je otvoren prostor da se Evropski parlament i Savjet EU i izjasne o ovom dokumentu.

## **4. Koordinacija monetarne i fiskalne politike u Evropskoj monetarnoj uniji**

### **4.1. Pregled teorijskih istraživanja monetarne i fiskalne politike**

Teorijska istraživanja koordinacije monetarne i fiskalne politike, posebno unutar EMU, relativno su novijeg datuma. Ovo iz razloga što su dugo instrumenti monetarne i fiskalne politike posmatrani kao alternative jedni drugima kada je riječ o postizanju krajnjih ciljeva ekonomske politike. Zbog toga su istraživanja više bila posvećena procjeni koji su instrumenti efikasniji za ostvarivanje konkretnog cilja, a manje njihovoj koordinaciji. Generalni zaključci su izvučeni iz IS–LM modela i Mundell–Flemingovog modela vezanog za otvorenu ekonomiju. Napuštanjem kejnzijsko–monetarsitičke kontroverze zasnovane na afirmaciji jednog, na uštrb drugog instrumenta ekonomske politike, otvara se prostor za detaljniju analizu njihove kombinovane primjene. Drugi razlog za izostavljanje analiza posvećenih koordinaciji monetarne i fiskalne politike u funkciji njihove optimalne kombinacije vezan je za činjenicu da su u najvećem broju slučajeva oba instrumenta bila pod kontrolom jednog kreatora politike, odnosno jedne države.

Zato se kasnije fokus pomjera ka potrebi koordinacije instrumenata i mjera monetarne i fiskalne politike u funkciji postizanja krajnjih ciljeva ekonomske politike. Međutim, aktuelna tema u makroekonomiji postaje i specifična koordinacija koja se uspostavlja između politika unutar visoko integrisanih područja kao što je EU. Pravni osnov se nalazi u Mاستrihtskom ugovoru koji ukazuje na neophodnost koordinacije na odgovarajućim nivoima.

Takva koordinacija je drugačija u odnosu na druge primjere koordinacija zbog svoje posebnosti koje se odnose na proces donošenja odluka oko ekonomske politike. Specifičnost se ogleda u jedinstvenoj monetarnoj politici koja se sprovodi preko ECB, i odvojenim fiskalnim politikama koje su do sada bile u direktnoj i isključivoj nadležnosti država članica. Sama podjela ingerencija između nacionalnih i nadnacionalne vlasti unutar EMU, odnosno postojanje više individualnih fiskalnih vlasti i jedinstvene monetarne vlasti, čini još važnijim uspostavljanje adekvatne koordinacije monetarne i fiskalne politike u eurozoni, u odnosu na druge modele. To je i jedan od razloga zbog kojeg postoji mnoštvo teorijskih i empirijskih istraživanja ove problematike u literaturi.

Imajući u vidu da unutar EMU imamo više nosilaca fiskalne politike a samo jendog nosioca monetarne politike, koordinacija makreokonomskih politika može da ima dvije dimenzije, odnosno može se manifestovati u vidu koordinacije nosilaca fiskalne politike kao i koordinacije nosilaca monetarne i fiskalne politike. Stoga, Buti (2003) primjećuje da se relevantna literatura koja se odnosi na problematiku koordinacije zapravo bavi time da li bi eventualna koordinacija među fiskalnim autoritetima unutar Unije imala pozitivan efekat na države članice ukoliko i centralna banka nije dio te koordinacije, odnosno da li je puna koordinacija nosilaca fiskalnih i monetarne politike uopšte poželjna.



U tom kontekstu je moguće izvršiti grupisanje istraživanja o koordinaciji (interakciji) fiskalnih, odnosno monetarne i fiskalnih politika u monetarnoj uniji, na način što će se izdvojiti ona koja analiziraju prednosti odnosno nedostatke uspostavljanja koordinacije u zavisnosti od ispunjenosti sljedećih kriterijuma:

- Mogućnosti obavezivanja kreatora politika;
- Primjene koordinacije na sve ili samo na pojedine države;
- Sposobnosti dogovora o ciljevima;
- Monetarnog režima koji se koristi.

Koordinacija je potrebna i korisna ukoliko su kreatori politike u mogućnosti da se obavežu u svojim modelima koje koriste, dok se u suprotnom zbog smanjenih benefita, koordinacija u monetarnoj uniji ne preporučuje (Rogof, 1985; Kehoe, 1989; Canzoneri i Henderson, 1991; Jensen, 1996.).

Druga grupa istraživanja posvećenih koordinaciji unutar monetarne unije analizira postojanje ili odsustvo njenih benefita u zavisnosti od toga da li se koordinacija primjenjuje na sve članice Unije, ili samo na neke. Ukoliko se u kontekstu centralizovane monetarne i decentralizovanih fiskalnih politika koordinacija primjenjuje na sve njene članice, onda su i njeni benefiti značajni. Ukoliko to nije slučaj, koordinacija između monetarnih i fiskalnih vlasti može čak uticati na smanjenje blagostanja (Beetsma i Bovenberg, 1998; Beetsma et al., 2001; Eichengreen i Ghironi, 2002).

Ukoliko, pak, među članicama monetarne unije postoji potpuna saglasnost oko ciljeva ekonomske politike, one su u stanju da postignu optimalni dohodak i bez koordinacije fiskalnih vlasti (Dixit i Lambertini, 2001, 2003(a)). Koordinacija fiskalnih vlasti je nepotrebna, ukoliko su monetarne politike međusobno nekooperativne (Lombardo i Sutherland, 2004).

Drugi način za sistematizaciju pomenutih istraživanja jeste izdvajanje onih koja su se bavila tzv. problemom „slobodnog jahača“ (eng. Free Rider Problem). Naime, imajući u vidu da EMU slabi podsticaj nacionalnih država da razmišljaju o posljedicama njihovih politika u kontekstu finansijske stabilnosti, stabilnosti cijena i spoljašnje ravnoteže, zbog činjenice da će se koristiti od takvih „pažljivijih“ politika dijelom odnositi i na druge članice Unije, značajan broj teorijskih istraživanja vezanih za koordinaciju se odnosi upravo na tu problematiku (Dixit i Lambertini 1999, 2001; Beetsma i Bovenberg, 2001; Uglig, 2002). U tom kontekstu je koordinacija, naročito među fiskalnim vlastima, potrebna u eurozoni, posebno ukoliko se suoči sa simetričnim šokovima, a još više ukoliko je riječ o šokovima na strani ponude (Buti, Roeger i int'Velt, 2001). Dalje je Anderson (2002) dokazao da se neefikasnost u slučaju odsustva koordinacije povećava ako je priroda šoka takva da se odnosi na sve države, dok se u slučaju pojedinačnih šokova smanjuje neefikasnost uzrokovana odsustvom koordinacije.

Osim toga, osnov za grupisanje srodnih istraživanja vezanih za modeliranje uloge monetarne politike i njenog stohastičkog karaktera, i njene interakcije s fiskalnom

politikom unutar monetarne unije može predstavljati i pitanje da li se modeli odnose na zatvorenu ekonomiju.<sup>145</sup>

Zbog rasta značaja ekonomskih preliivanja i eksternalija unutar EMU, razvijeni su dimanički modeli teorije igara koji se odnose na interakciju monetarne i fiskalne politike (Engwerda, 1998; Engwerda et al., 1999; Engwerda et al., 2002). Dixit (2001) je razvio niz modela za EMU i ECB u funkciji analiziranja različitih gledišta pojedinih država vezanih za monetarnu i fiskalnu politiku. Kirsanova et al. (2005) razvijaju model zasnovan na tri jednačine vezane za Taylorovo pravilo u cilju razmatranja stabilizacionih ciljeva monetarne politike, s tendencijom proširenja modela na pet jednačina kako bi se u obzir uzela i fiskalna politika. Favero (2004) dalje analizira komplementarnost odnosno supstituciju monetarne i fiskalne politike u zavisnosti od vrste šoka koji pogađa ekonomiju, kao i benefite kontraktilne fiskalne politike ukoliko su monetarna i fiskalna pravila međusobno koordinisana. Ferrero (2006) takođe daje adekvatan doprinos analizirajući optimalnu monetarnu i fiskalnu politiku u okviru monetarne unije na način što u model uključuje i distorzivne poreze i javni dug.

Ipak, odnos monetarne i fiskalne politike u okviru monetarne unije je najčešće analiziran preko novih kejnzijanskih dinamičkih modela opšte ravnoteže, odnosno DSGE modela, što može biti jedan od faktora za grupisanje srodnih istraživanja. Koristeći se ovim tipom modela Forni et al. (2010), Rabanal i Aspachs–Bracons (2011), Stahler i Thomas (2011) i Erceg i Linde (2012), posebnu pažnju poklanjaju različitim pristupima vezanim za fiskalnu politiku unutar monetarne unije.

## **4.2. Prelivanje između monetarne i fiskalne politike**

Povezanost monetarne i fiskalne politike je takva, da je nerijetko veoma teško napraviti liniju razgraničenja, zbog čega se često ističe da je međuzavisnost evidentna i da se sprovodi preko različitih direktnih i indirektnih kanala. Prelivanje politika u EMU je takođe različito, i ostvaruje se u različitim pravcima i putem raznorodnih kanala – fiskalna politika utiče na monetarnu politiku, ali i obrnuto, monetarna politika ostvaruje čitav niz efekata na fiskalnu (Lane, 2003, str. 157-163).

Standardni kanal putem kojeg monetarna politika ostvaruje uticaj na fiskalnu politiku vezan je za kamatne stope. Ovo na način što od nivoa kamatnih stopa u jednoj ekonomiji zavise troškovi servisiranja javnog duga, kao i njegova održivost. Drugi kanal kojim monetarna politika ostvaruje uticaj na fiskalnu odnosi se na volatilnost i visinu stope inflacije. Osim tendencije povećanja javnih rashoda koja skoro po pravilu prati inflacione tendencije, volatilnost stope inflacije značajno čini nepredvidivom fiskalnu poziciju zemlje. Treći kanal se odnosi na primjenu monetarne strategije, koja takođe predstavlja indirektan način za ostvarivanje uticaja na fiskalnu politiku. Ovo se po pravilu dešava kada je prisutna neusklađenost ciljeva monetarne i fiskalne politike, te primjena različitih monetarnih strategija usmjerenih u pravcu ostvarivanja

---

<sup>145</sup> Poseban doprinos je dao Woodford (2003), a ako se istraživanja odnose na otvorenu ekonomiju – Obstfeld i Rogoff (2002), Devereaux i Engel (2000), Corsetti i Pesenti (2001), Beetsma i Jensen (2002).

monetarnog cilja u tom slučaju može da determiniše cilj kojem fiskalna politika teži, što je takođe jedan od načina na koji monetarna politika ostvaruje uticaj na fiskalnu.

Relevantna literatura<sup>146</sup> takođe dokazuje da fiskalna politika ostvaruje uticaj na monetarnu politiku na više različitih načina. Jedan od kanala pomoću kojeg se ostvaruje uticaj predstavlja intertemporalno budžetsko ograničenje koje pogađa monetarnu politiku utičući na nivo cijena. Ovo na način na koji su svojevremeno Sargent i Wallace (1981) dokazali da u tzv. fiskalno dominantnom režimu, u kojem fiskalne vlasti samostalno utvrđuju budžet, određuju nivo budžetskog deficita, te potreban nivo javnih prihoda koje je potrebno prikupiti putem emitovanja obveznica ili prihodima od senjoraže, monetarne vlasti nemaju mogućnost kontrolisanja inflacije, uvijek kada je realna kamatna stopa veća od stope rasta privrede. Pored teorijske implikacije o ostvarivanju interakcije fiskalne i monetarne politike preko intertemporalnog budžetskog ograničenja u fiskalno dominantnom režimu, empirijska istraživanja nijesu do kraja potvrdila opravdanost ovih teorijskih zaključaka. Tako Wyplosz (1999), Favero (2002), Von Hagen et al. (2002), analizirajući pomenutu interakciju unutar EMU, zaključuju da monetarna politika u toj situaciji ne prati fiskalnu, da čak ima tendenciju da kao kontrareakcija ide u suprotnom pravcu, odnosno da je cjenovna stabilnost postizana uprkos nedovoljnoj fiskalnoj disciplini, koja se ponekad manifestovala. Međutim, iako je Afonso (2002) u svom empirijskom istraživanju pokazao da fiskalna teorija nivoa cijena ne utiče na EMU, fiskalna teorija nivoa cijena nalazi drugi kanal pomoću kojeg centralna banka gubi mogućnost da utiče na nivo inflacije, čak i kada monetarne vlasti nijesu u obavezi da prihvate pritisak nametnut od strane fiskalnih vlasti za vođenjem ekspanzivne monetarne politike i ostvarivanje potrebnog prihoda od senjoraže.

Drugi kanal kojim makroekonomska teorija objašnjava uticaj fiskalne politike na monetarnu politiku objašnjava se vezom između fiskalnih varijabli i kamatnih stopa, koja se manifestuje činjenicom da su visoki fiskalni deficiti u korelaciji s visinom srednjoročnih i dugoročnih kamatnih stopa, odnosno da fiskalni deficit i javni dug utiču na rast kamatnih stopa. Oko dejstva ovog kanala, u odnosu na prethodni, postoji mnogo veći stepen konsenzusa u ekonomskoj teoriji, za šta takođe postoje i brojne empirijske potvrde, pa i na nivou EMU. Na primjer Canzoneri et al. (2002) dokazuje da budžetski deficit i javni dug ostvaruju snažan uticaj na kamatne stope u Uniji.<sup>147</sup>

Sljedeći kanal kojim se objašnjava uticaj fiskalne politike na monetarnu jeste devizni kurs odnosno devizna politika. Naime, fiskalni uticaj na devizni kurs zavisi od otvorenosti kapitalnog računa platnog bilansa, vrste deviznog kursa i rizika zemlje. U slučaju postojanja visoke mobilnosti kapitala, fleksibilnog deviznog kursa i konstantnog rizika zemlje, ekspanzivna fiskalna politika će uticati na privremenu apresijaciju deviznog kursa, dok će u slučaju niske mobilnosti kapitala fiskalna ekspanzija uticati na depresijaciju deviznog kursa. Empirijske potvrde djelovanja pomenutog kanala su različite, dok Beck (1993) i Caramazza (1993) potvrđuju postojanje veze u razvijenim ekonomijama između fiskalne ekspanzije i nivoa

---

<sup>146</sup> Pogledati na primjer: Zoli, 2005; str. 2-6.

<sup>147</sup> Za detaljniju teorijsku elaboraciju uticaja fiskalne politike na nivo kamatnih stopa, pogledati: Dell'Erba i Sergio, 2013.

deviznog kursa. Pojedini autori nijesu uspjeli da dokažu postojanje čvrste veze između pomenutih pojmova – McMillin i Koray (1990) i Koray i Chan (1991).

Drugim kanalima se ostvaruje uticaj fiskalne politike na monetarnu politiku. Karakter fiskalne politike može biti jedan od njih. Ukoliko fiskalna politika zbog prenatrženog ekspanzivnog karaktera predstavlja prijetnju cjenovnoj stabilnosti zbog efekta pregrijavanja ekonomije, koji kao posljedica takve politike nastaje, u tom slučaju može determinisati prirodu monetarne politike, koja ukoliko je posvećena cjenovnoj stabilnosti mora kompenzatorno djelovati. Previsoki javni rashodi, izdašni transferi te neefikasan poreski sistem jesu također jedan od načina za uticaj na monetarnu politiku. Nivo javnog duga može predstavljati kanal pomoću kojeg fiskalna politika ostvaruje uticaj na monetarnu politiku, s obzirom na postojanje korelacije visine javnog duga i nivoa kamatnih stopa. Uz to, izraženi fiskalni deficit, s obzirom da podiže očekivanje za povećanim prihodima od senjoraže, povećava potrebu za monetarnom ekspanzijom koja determiniše i veću inflaciju.

Osim ispreplijetanosti i međuzavisnosti monetarne i fiskalne politike unutar EMU, još jedan od razloga koji ide u prilog potrebi uspostavljanja adekvatne koordinacije politika je problem eksternalija, koje mogu imati pozitivan ili negativan karakter, odnosno prekograničnih preliivanja efekata politika među državama članicama. To znači da jedna zemlja načinom vođenja fiskalne politike može pomoći ili odmoći drugim zemljama.

Kako primjećuje Ahio (2001), efekat preliivanja nacionalne fiskalne politike zavisi od toga da li kanal ponude ili kanal tražnje dominira kada je riječ o ostvarivanju uticaja na poreze i inflaciju. Ako porast domaćeg oporezivanja smanjuje agregatnu tražnju, tada niska inflacija poboljšava domaću konkurentnost, što utiče na smanjenje stranog outputa i inflacije. Ukoliko, pak, povećanje poreza dovede do nominalnog rasta zarada, a viša inflacija pogorša domaću konkurentnost, efekat na strani outputa i inflacije biće pozitivan.

Naime, način na koji države članice upravljaju svojim fiskalnim politikama važan je i za ostale države, budući da je zbog zajedničke monetarne politike, veoma izraženo preliivanje efekata fiskalne politike s jedne na drugu državu preko kamatnih stopa. Ovo je posebno karakteristično za monetarnu uniju jer postoji jedinstveno finansijsko tržište zbog čega je još i lakše preliivanje različitih vrsta eksternalija s jedne na drugu zemlju, što utiče na povećanje značaja koordinacije politika.

Postoji niz različitih potencijalnih efekata preliivanja fiskalne politike, odnosno različitih kanala putem kojih se preliivanje vrši. U kontekstu monetarne unije, pojedini autori kao relevantna izdvajaju sljedeća:

1. Preliivanja vezana za output: promjene outputa u jednoj zemlji se putem izvoza preliivaju u druge države članice preko kanala vezanog za trgovinu;
2. Cjenovno preliivanje: inflacija iz jedne države se putem uvoza prenosi na druge;
3. Preliivanje konkurentnosti: cjenovne promjene vode do relativnih cjenovnih promjena u monetarnoj uniji, preko kanala vezanog za konkurentnost;

4. Prelivanje kamatnih stopa: u monetarnoj uniji fiskalna politika može uticati na promjene kratkoročnih kamatnih stopa, što će pogoditi output kroz kanal kamatne stope;
5. Prelivanje deviznog kursa: promjene kamatnih stopa će proizvesti uticaj na devizni kurs u monetarnoj uniji, pogodući na taj način konkurentnost države;
6. Prelivanje javnog duga: u monetarnoj uniji javni dug u jednoj državi članici najčešće pogađa dugoročne kamatne stope u ostalim članicama (Plasmans, 2006, str. 15).

Drugi autori prepoznaju druga, ili pak u fokus stavljaju neka od gore pomenutih preliivanja. Faini (2006) dokazuje da je rezultat prekograničnog preliivanja fiskalne politike unutar EMU ne samo povećanje visine kamatnih stopa, nego i spreda kamatnih stopa, jer fiskalna ekspanzija vezana za finansiranje duga, u odsustvu rikardijanske ekvivalencije utiče na povećanje dugoročnih kamatnih stopa u ostalim državama ukoliko su one integrisane zajedničkim tržištem kapitala. Takođe, fiskalna ekspanzija u jednoj nacionalnoj ekonomiji unutar monetarne unije vrši pritisak na domaće cijene, što utiče na zajedničku monetarnu vlast oličenu u ECB da posegne za restriktivnijom monetarnom politikom. To utiče na povećanje kamatnih stopa koje pogađa sve države članice. Uz to, fiskalna ekspanzija unutar pojedinih država može uticati na apresijaciju eura, što za posljedicu može imati podrivanje međunarodne konkurentnske pozicije čitave EU. Osim toga, preveliki fiskalni deficiti nastali kao posljedica neodgovorne fiskalne politike u pojedinim državama članicama, mogu predstavljati pritisak na ECB da olabavi svoju monetarnu politiku, što je takođe jedan od kanala preliivanja. Kanal putem kojeg se preliivanje vrši odnosi se i na ciklično preliivanje prihoda među državama. Ovo na način što se poslovni ciklusi prenose putem izvoza i uvoza tako što u periodu ekspanzije, karakteristične za jednu zemlju, raste uvoz iz partnerskih zemalja. To za te zemlje znači rast izvoza, a samim tim i povećanje dohotka, i to iz države koja se nalazi u fazi ekspanzije, što dovodi do sinhronizovanosti poslovnih ciklusa među državama monetarne unije.

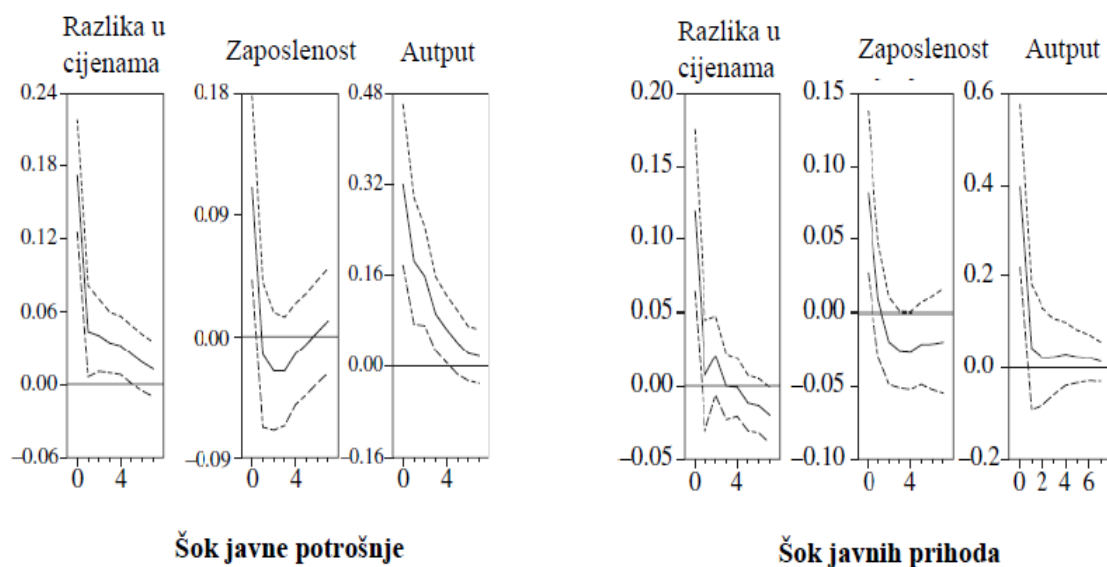
Konačno, novi mehanizam za preliivanje politika vezan je za fiskalnu teoriju nivoa cijena, na osnovu kojeg centralna banka gubi mogućnost kontrole cijena zbog toga što fiskalna vlast vodi neodrživu fiskalnu politiku. U tom kontekstu budžetsko ograničenje postaje uslov ravnoteže, budući da prilagođavanje nivoa cijena pomaže da se nominalna vrijednost obaveza države uskladi s očekivanom diskontovanom vrijednošću budućih primarnih viškova države. Cijene su determinisane nivoom budžetskog ograničenja na nivou Unije, implicirajući da porast javnog duga unutar jedne države članice dovodi do inflacije, ukoliko nije praćen višim porezima u narednom periodu. Fiskalna odgovornost na nivou jedne države više nije dovoljna za cjenovnu stabilnost ukoliko se ostale države ponašaju u fiskalnom smislu neodgovorno. Na osnovu prethodnog se može zaključiti da monetarna unija može efekat prekograničnog preliivanja fiskalne politike učiniti još snažnijim.

O značaju negativnih eksternalija i preliivanja efekata fiskalne politike među članicama Unije, te samim tim i važnosti uspostavljanja adekvatnog mehanizma koordinacije monetarne i fiskalne politike, i unutar fiskalne politike, najbolje govore rezultati relevantnih empirijskih istraživanja. Logika je – što je veći stepen preliivanja između monetarne i fiskalne politike, potreba za koordinacijom je izraženija. Pomenuta zakonitost posebno važi u kontekstu EMU u kojoj nacionalne ekonomije

odvojeno vode svoje fiskalne politike, koje ostvaruju značajan uticaj na privrednu aktivnost i inflacione tendencije, zahtijevajući adekvatnu reakciju monetarne vlasti koja je centralizovana.

Canova i Peppa (2007) na primjeru devet članica Unije analiziraju uticaj fiskalnih poremećaja (šokova)<sup>148</sup> na fluktuaciju razlika u cijenama (eng. Price Differentials), koje predstavljaju prijetnju za cjenovnu stabilnost. Rezultati istraživanja pokazuju da je fiskalna politika u statističkom smislu značajan izvor razlika u cijenama. Bez obzira što veličina uticaja fiskalnih poremećaja varira u zavisnosti od vrste šoka (različiti fiskalni instrumenti imaju različite kvantitativne efekte), ipak se u prosjeku fiskalnim poremećajima objašnjava između 14% i 23% fluktuacija razlika u cijenama. Šokovi javne potrošnje utiču na 21% fluktuacija, dok šokovi javnih prihoda utiču na 14% fluktuacija razlika u cijenama. Razlike među državama svakako postoje, tako da čak ima i onih kod kojih je više od 40% varijacija razlika u cijenama rezultat pojedinih vrsta šokova. Rezultati istraživanja su značajni jer svjedoče o visokom statističkom uticaju različitih vrsta šokova na razlike u cijenama, te samim tim i na cjenovnu stabilnost unutar EMU. Ovo upućuje na značaj uspostavljanja adekvatne makroekonomske koordinacije,<sup>149</sup> što proizilazi iz grafika (37):

Grafik 37: Prosječan uticaj šoka javne potrošnje i šoka javnih prihoda na razliku u cijenama, zaposlenost i output



Izvor: Canova i Evi, 2007; str. 726.

<sup>148</sup> Istraživanje uzima u obzir dvije vrste fiskalnih šokova – šokove javne potrošnje i šokove javnih prihoda. Prvi se finansira ili emisijom obveznica (G shock) i proizvodi pozitivan uticaj na nacionalni output i deficit, odnosno distorzivnim oporezivanjem (BB shock), što deficit ostavlja nepromijenjenim, a smanjuje output. Drugi tip šoka je vezan za javne prihode (smanjenje poreza) (T-shock), i negativno utiče na nacionalni deficit i nacionalni output.

<sup>149</sup> Detaljnije o korišćenom modelu i rezultatima istraživanja pogledati: Canova i Evi, 2007; str. 722-734.

Postoji zavidan nivo drugih empirijskih istraživanja rađenih na nivou EMU, koja mjere intenzitet fiskalnih preliivanja vezanih za uticaj promjena nacionalnih fiskalnih politika na privredni rast u drugim državama članicama. Tako Beetsma et al. (2006) dokazuju da je prosječan efekat fiskalnog stimulansa u visini 1% BDP u Njemačkoj, porast od 0,23% (stranog BDP) za povećanje potrošnje i 0,06% za neto smanjenje poreza, nakon dvije godine. Odnosno, povećanje javne potrošnje (neto smanjenje poreza) za 1% BDP Njemačke utiče na rast BDP više od 0,4% u Austriji, Belgiji, Luksemburgu i Holandiji, po isteku dvije godine. Fiskalna preliivanja koja se odnose na Francusku su nešto manja, ali svakako nijesu zanemarljiva. Takođe se zaključuje da efekat domaćeg fiskalnog impulsa koji iznosi 1% BDP dovodi do kumulativnog povećanja izvoza trgovinskih partnera za 1,4% ako je riječ o šoku javne potrošnje, ili 0,3% u slučaju šoka vezanog za neto oporezivanje.

S druge strane, Bénassy-Quéré i Cimadomo (2006) su dokazali da postoje pozitivna prekogranična preliivanja iz Njemačke, posebno na susjedne zemlje i manje države. Istraživanje je pokazalo da je poreski multiplikator veći od multiplikatora potrošnje, kao i da je efekat poreskih šokova na output trajniji.

Veličina prekograničnih fiskalnih preliivanja analizirana u empirijskim istraživanjima predstavlja jedan od čvršćih argumenata koji idu u prilog uspostavljanju odgovarajućeg mehanizma koordinacije monetarne i fiskalne politike u EMU.

### **4.3. Argumenti za i protiv koordinacije**

Ekonomska teorija poznaje niz argumenata koji afirmišu prednosti koordinacije ekonomskih politika, odnosno koji doprinose potrebi uspostavljanja odgovarajućeg mehanizma koordinacije monetarne i fiskalne politike. Međutim, pojedini autori naglašavaju troškove koordinacije karakteristične za proces. Konačan sud o koordinaciji se na kraju formira na bazi evaluacije prednosti i troškova koordinacije u EMU.

Prednosti koordinacije su brojne, a najčešće se vezuju za sprječavanje prethodno pomenutih prekograničnih preliivanja odnosno negativnih eksternalija kojima je izložena monetarna unija, što dovodi do neoptimalnog efekta ekonomskih politika. To se može spriječiti koordiniranim djelovanjem monetarnih i fiskalnih vlasti. Na taj način se utiče na bolju alokaciju resursa i povećanje potencijalnog privrednog rasta.

U tom smislu se kao prva prednost koordinacije prepoznaje onemogućavanje nastanka negativnih eksternalija vezanih za kanal kamatne stope. Ovo iz razloga što države s visokim budžetskim deficitom i javnim dugom do sredstava za finansiranje dolaze na osnovu štednje drugih zemalja na jedinstvenom finansijskom tržištu, čime rastu kamatne stope, i to ne samo u zemlji koja se suočava s neravnotežom u javnim finansijama, nego i u drugim zemljama. Rast kamatnih stopa će povratno djelovati na povećanje tereta duga i u ostalim državama, te na taj način fiskalna nedisciplina u jednoj državi dovodi do negativnih eksternalija u drugima. Drugo preliivanje, vezano za kanal kamatne stope, koje se takođe adekvatnom koordinacijom spječava, odnosi se na pritisak koji povećane kamatne stope prave na ECB da sprovedi labaviju monetarnu politiku. To može predstavljati ozbiljnu prijetnju stabilnosti cijena, na osnovu čega se zaključuje da neodrživa fiskalna politika kod pojedinih država članica

ne samo da predstavlja prijetnju za fiskalnu održivost drugih, već ometa i adekvatno sprovođenje zajedničke monetarne politike, odnosno ostvarivanje njenog primarnog cilja – stabilnost cijena.

Osim toga, prednost koordinacije ekonomskih politika se manifestuje i kroz očuvanje stabilnosti eura kao zajedničke valute, koja bi bila izvjesno ugrožena u slučaju njenog odsustva, čime bi konkurentna pozicija EMU bila ozbiljno dovedena u pitanje. Prednost koordinacije je i u tome što se na taj način pomaže implementaciji politika na nacionalnom nivou, na način što bi zbog kratkoročnih troškova koji prate određene politike koje je neophodno implementirati, politike bile blokirane, da nije „pritisaka“ s nadnacionalnog nivoa. Konačno, benefiti koordinacije se ogledaju i u spječavanju djelovanja mehanizma za prelivanje politika koji se oslanja na fiskalnu teoriju nivoa cijena, po kojoj centralna banka gubi mogućnost kontrole cijena, ukoliko fiskalna vlast vodi neodgovornu fiskalnu politiku. Na osnovu toga se zaključuje da je koordinacija preduslov cjenovne stabilnosti, a uspostavljanje cjenovne stabilnosti u srednjem roku blagotvorno djeluje na ostale ekonomske performanse, odnosno privredni rast, investicije i zaposlenost.

Osim pozitivnih, koordinacija unutar EMU može imati i negativne efekte, odnosno proizvesti određene troškove, koji rastu s povećanjem broja članica monetarne unije. Najčešće pominjeni nedostatak koordinacije u literaturi vezan je za povećanje inertnosti i smanjenje fleksibilnosti samih politika. Uz to se često ističe i poteškoća praćenja primjene mehanizama koordinacije, zbog tendencije povećanja broja članica EMU.<sup>150</sup> Suština argumenta protiv koordinacije, kako primjećuje Issing (2002), zapravo je strah da će koordinacioni mehanizam, usljed kojeg će monetarne vlasti dobijati instrukcije od strane fiskalnih vlasti, i obrnuto, uticati na miješanje uloga fiskalne i monetarne politike, što može ugroziti kredibilitet jedinstvene ECB.

Alesina et al. (2001) kritiku usmjerenu protiv čvršće koordinacije monetarne i fiskalne politike objašnjavaju time što bi se stvorila mogućnost da države članice mogu da vrše pritisak na monetarnu politiku. Osim toga, ukoliko imamo u vidu da će kao posljedica koordinacije biti smanjen broj nezavisnih aktera unutar EMU koji će samostalno voditi fiskalnu politiku, to će uticati na povećanje pritiska ka ECB da monetizuje pretjerane fiskalne deficite. Ukoliko se javi indicija da bi monetarne vlasti popustile pod tim pritiskom, odustaje se od poštovanja fiskalnih ograničenja nametnutih mehanizmom koordinacije, što je direktno u suprotnosti s ciljem uspostavljanja koordinacije.

Dalje se kao nedostatak koordinacije u literaturi navodi bojazan da prikupljanje i obrada potrebnih relevantnih informacija nije efikasna i blagovremena, što za posledicu može imati neadekvatan rezultat koordinacije. Uz to se kao mogući nedostatak koordinacije može navesti i rizik da uspostavljanje koordinacije između različitih nosilaca politika može povećati rizik da će pojedini kreatori politika povlačiti poteze u cilju skidanja direktne odgovornosti sa sebe, što u krajnjem slučaju može dovesti do toga da niko ne snosi odgovornost. To bi s druge strane moglo da dovede do problema „slobodnog jahača“ zbog slabijeg motiva nacionalnih država da razmišljaju o posljedicama njihovih politika u kontekstu finansijske stabilnosti,

---

<sup>150</sup> Pogledati na primjer: Buti i Andre, 2002; str. 207-214.



stabilnosti cijena i spoljašnje ravnoteže, iz razloga što bi se koristi od takvih politika dijelom odnosili i na druge države članice. Trošak koordinacije izvjesno nastaje i za fiskalne i za monetarne vlasti ukoliko prve vode računa uglavnom o stabilizaciji outputa, a drugi dominantno o cjenovnoj stabilnosti (Beestma, Debrun i Klaassen, 2001).

Potencijalan trošak koordinacije monetarne i fiskalne politike može biti gubljenje mogućnosti nacionalnih država da na adekvatan način odgovore na asimetrične šokove, odnosno da vode svoju stabilizacionu politiku. Izloženost pomenutim šokovima na strani ponude i tražnje je velika, neravnomjerno raspoređena, pogađajući snažnije neke zemlje, što je i logično ukoliko imamo u vidu veličinu i diverzifikovanost valutnog područja kao što je EMU. Korišćenje ekspanzivne monetarne ili politike deviznog kursa u cilju odgovora na ove šokove onemogućeno je u monetarnoj uniji. Pozivajući se na teoriju optimalnih valutnih oblasti, u odsustvu instrumenta deviznog kursa i usljed centralizovanog bužeta EU, jedini instrument državama članicama za suprostavljanje asimetričnim šokovima može biti aktivno korišćenje fiskalne politike, što u slučaju rigidno postavljenih mehanizama koordinacije neće biti moguće. Zbog toga pretjerano rigidna koordinacija može da bude smetnja za vođenje odgovarajućih kontracikličnih fiskalnih politika, odnosno može da podgrijava prociklične tendencije u pojedinim državama članicama. Pomenuta kritika posebno može biti značajna u uslovima ekonomske krize. Kruta koordinacija može takođe da bude i uzrok stvaranja tenzija između nacionalnih vlada i evropskih institucija nadležnih za sprovođenje koordinacije. Na institucije za koordinaciju će se gledati kao na uzrok onemogućavanja ublažavanja teškoća s kojima se države članice suočavaju, ili će pak u specifičnim slučajevima one zapravo kazniti države suočene s ekonomskim problemima.

Kritičari koordinacije sumiraju svoje stavove na način što smatraju da ukoliko monetarne i fiskalne vlasti adekvatno i odgovorno sprovode svoje politike, nije ni potrebna koordinacija. Međutim, ukoliko fiskalne vlasti odstupaju od opreznih i odgovarajućih fiskalnih politika radi različitih kratkoročnih podsticaja, eksplicitna koordinacija može biti kontraproduktivna (Alesina et al., 2001).

#### **4.4. Prelivanje krize na EU i funkcionisanje mehanizma koordinacije**

Neregulisano tržište preplavljeno likvidnošću i niskim kamatnim stopama, brzi rast cijena nekretnina (balon nekretnina) na globalnom nivou, naglo povećano odobravanje bankarskih kredita nelikvidnim dužnicima praćeno labavom regulativom i neadekvatnim finansijskim inženjeringom, neki su od faktora koji su uzroci nastanka krize globalnih razmjera (Stiglitz, 2010). Finansijska kriza iz SAD-a, potpomognuta visokim rastom cijena nafte i drugih neenergetskih sirovina, izraženom apresijacijom eura<sup>151</sup> i padom potrošnje iz SAD-a, visokim rastom kamatnih stopa, dešavanjima na evropskom finansijskom sektoru kao glavnom kupcu toksične aktive američkih banaka, prenijela se na Evropu u posljednjem kvartalu 2008. godine.<sup>152</sup> Kriza u EU je

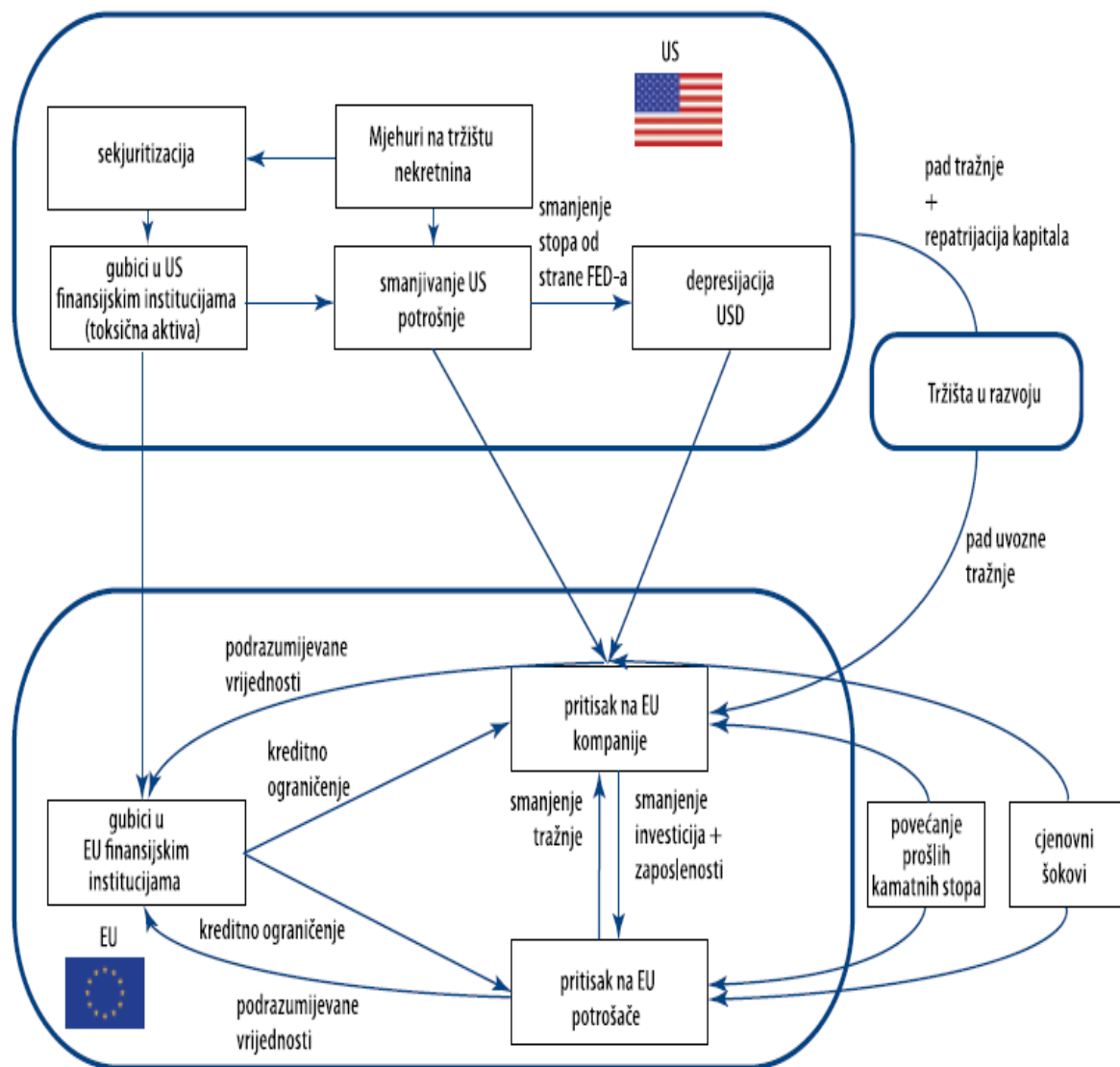
---

<sup>151</sup> Od početka 2006. do sredine 2008. godine euro je apresirao u odnosu na američki dolar za 33%.

<sup>152</sup> Kolaps Lehman Brothersa iz septembra 2008. godine obično se uzima kao momenat koji označava prelivanje krize iz SAD-a na Evropu.

na početku imala karakter finansijske, da bi nedugo zatim poprimila karakter fiskalne odnosno krize državnih dugova. Kriza državnih dugova je započeta u Grčkoj u decembru 2009. godine, a nastavila se u Irskoj i Portugalu 2010. odnosno 2011. godine. Transmisioni mehanizam prenošenja krize na evropsko tržište prikazan je na grafiku (38):

Grafik 38: Transmisioni mehanizam prenošenja krize iz SAD-a u Evropu

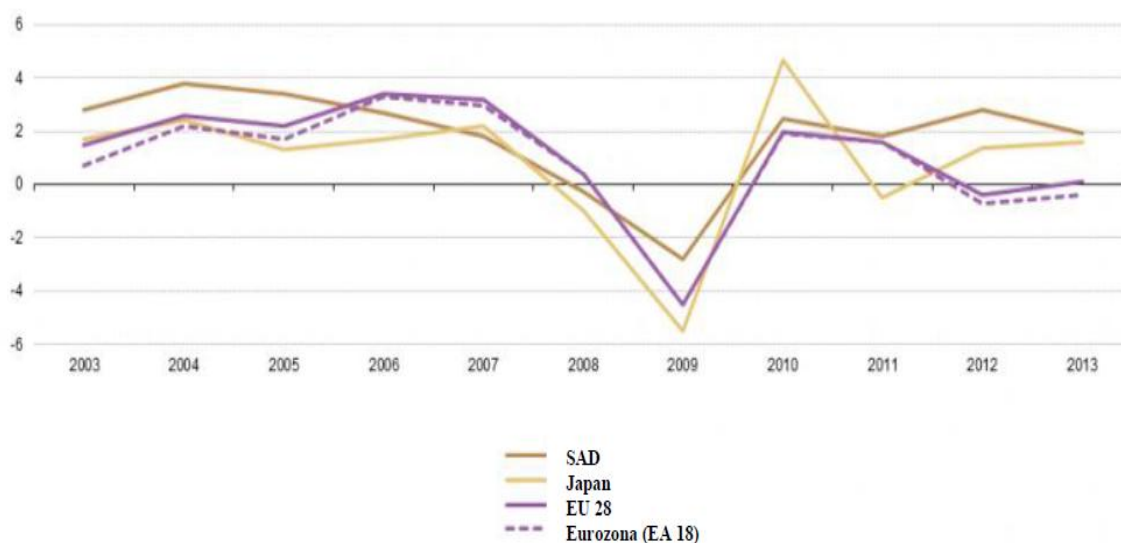


Izvor: Watt, 2008; str. 10.

Velika ekonomska kriza je imala negativan uticaj na BDP u Evropi, od čega još uvijek trpi posljedice budući da je i dalje daleko od stabilnog rasta. Rast BDP u prvom kvartalu 2014. godine za članice EU iznosi svega 0,2% a za zemlje eurozone 0,3%,<sup>153</sup> na osnovu čega zaključujemo da period oporavka još uvijek traje, što se na grafiku (39) može i vidjeti:

<sup>153</sup> Procjena Evropske komisije: Eurostat, 2014.

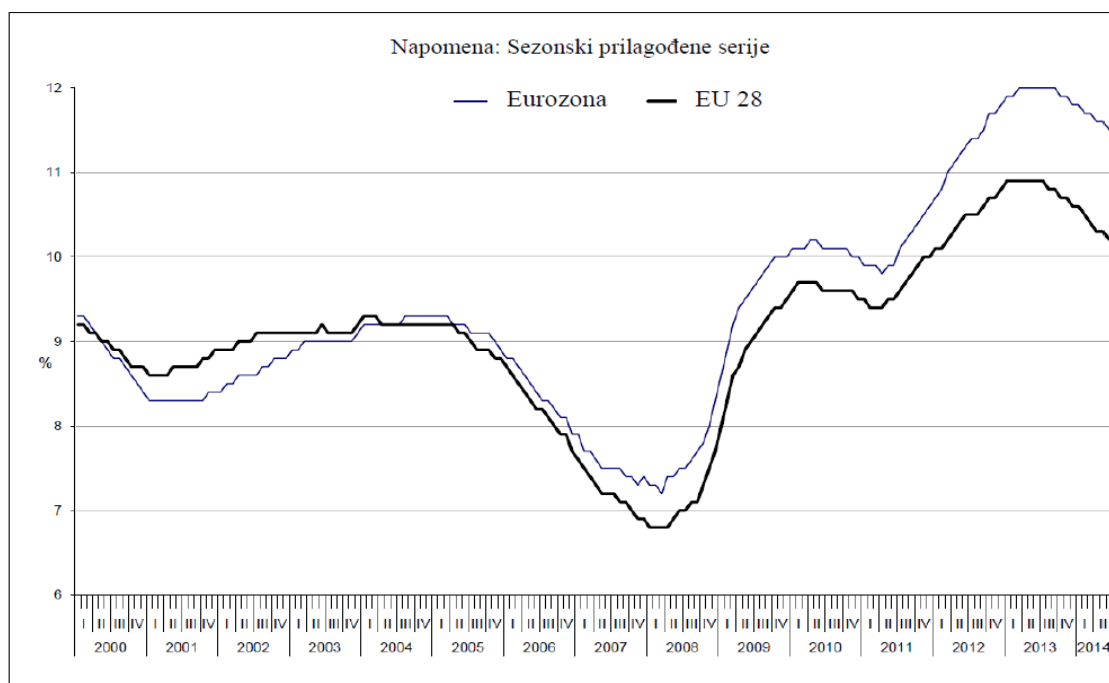
Grafik 39: Kretanje BDP-a u periodu od 2003. do 2013. godine u EU, SAD-u i Japanu



Izvor: Eurostat

Posledice krize na stopu nezaposlenosti su još izraženije, budući da je uticala na njen rast sa 7,6% u 2007. godini na 10,2% u junu 2014. godine, što je grafikom (40) prikazano:

Grafik 40: Kretanje stope nezaposlenosti u članicama EU i eurozoni



Izvor: Eurostat, 2014a.

Kao rezultat snažne fiskalne konsolidacije koja se sprovodi poslednjih godina, prisutna je tendencija smanjenja fiskalnih deficita, koji su prvobitno značajno porasli

zbog suočavanja s problemima u finansijskom i bankarskom sektoru. Samo u periodu od 2007-2009. godine budžetski deficit u EU je porastao čak 7,5 puta – sa 0,9% BDP na 6,8% BDP, dok se u 2014. godini deficit očekuje na nivou od 2,7% BDP, jednako kao i za 2015. godinu (European Commission, 2014; str. 25).

Izazovi u finansijskom sektoru i rješavanje problema banaka rezultirali su ekstremnim povećanjem racija javni dug/BDP – sa 59% u EU odnosno 66,3% u eurozoni, koliko je iznosio 2007. godine, na 89,7% u EU odnosno 95,9% u eurozoni, koliko se očekuje da će iznositi u 2014. godini.<sup>154</sup> Veoma nepovoljna dinamika porasta racija javni dug/BDP, kao i činjenica da će racio u 2014. godini u zemljama eurozone biti na najvišem nivou od izbijanja krize 2007. godine, najbolji je pokazatelj da je neophodna još snažnija konsolidacija javnih finansija, ukoliko se želi izbjeći ugrožavanje dugoročne fiskalne održivosti u EU, posebno pojedinih zemalja u kojima su pomenuti deficiti još izraženiji.

Velika ekonomska kriza je imala uticaj i na tendencije vezane za kretanje stope inflacije, mjerene harmonizovanim indeksom potrošačkih cijena (HICP). Nakon višegodišnjeg stabilnog nivoa od oko 2%, u toku 2008. godine na kratko vrijeme je dostigla nivo od 4%, da bi u toku 2009. godine pala ispod nule. Do 2012. godine inflacija u EU je imala tendenciju rasta, dostižući nivo od 3%, da bi nakon toga počela da pada. Godišnja stopa inflacije (HICP) u decembru 2013. godine u EU iznosila je 1%, a slična su očekivanja i za 2014. godinu, što se može vidjeti na grafiku (41):

Grafik 41: Kretanje godišnje stope inflacije (HICP) u periodu 1997-2014. godine

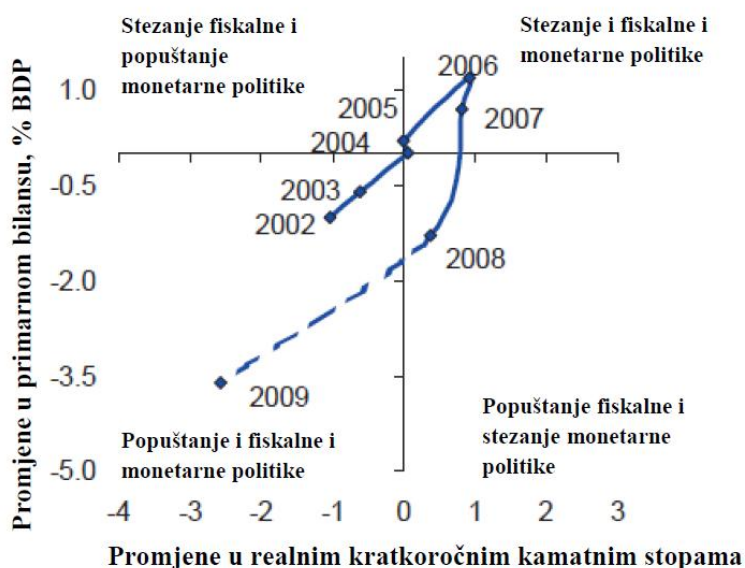


Izvor: Eurostat

Kriza je predstavljala snažan izazov za kreatore ekonomske politike u EU koji su instrumentima koji su im bili na raspolaganju morali da ublaže njene efekte. Kakav je bio karakter monetarne i fiskalne politike u prvim godinama nakon suočavanja s krizom, najbolje se može vidjeti na grafiku (42):

<sup>154</sup> Pogledati: European Commission, 2014; str. 24-43.

Grafik 42: Miks makroekonomskih politika u eurozoni



Izvor: European Commission, 2009; str. 65.

EU je, u funkciji očuvanja finansijske stabilnosti, nakon suočavanja s poslasticama krize trebalo da kreira okvir za krizni menadžment koji bi podrazumijevao instrumente razvijene u cilju sprječavanja krize, kontrole i ublažavanje njenih posledica, kao i rješavanje problema krize.<sup>155</sup> S tim u vezi je bilo potrebno preduzeti dvojake mjere – mjere kriznog menadžmenta (neposredno nakon suočavanja s krizom) i sistemske mjere (koje bi trebalo da imaju dugoročan efekat). Odnosno, neophodno je bilo pripremiti sveobuhvatan odgovor prvo na finansijsku krizu koja se iz SAD-a prelila na Evropu, a zatim i na krizu državnih dugova, koja je kao drugi talas krize nastupila od 2010. godine.

ECB je morala da preduzme mjere koje bi osigurale likvidnost, što je odmah nakon suočavanja s krizom posebno važno, ali i uticale na smanjenje rizika i ponovno uspostavljanje stabilnosti finansijskih tržišta. S tim u vezi su, kao odgovor na finansijsku krizu, od strane ECB korišćene standardne i nestandardne mjere. U okviru standardnih mjera je implementiran čitav niz aktivnosti koje su imale za cilj snižavanje ključnih kamatnih stopa u cilju obezbjeđivanja dodatne likvidnosti koja je bankarskom sektoru bila neophodna. Međutim, pomenuti standardan odgovor monetarne politike na krizu nije bio dovoljan, posebno ne od 2010. godine kada je došla do izražaja kriza državnih dugova. Ona je skoro u potpunosti učinila nefunkcionalnim kanal kamatne stope kod transmissionog mehanizma monetarne politike, u početku zbog nefukcionalnosti međubankarskog tržišta, a kasnije i cjelokupnog bankarskog sektora u pojedinim zemljama.

Zato je ECB bila primorana da preduzima i nestandardne mjere, od kojih je prvi set primijenjen u oktobru 2008. godine pod nazivom Pojačana kreditna podrška. U cilju

<sup>155</sup> Detaljnije o projekcijama Evropske komisije o tome šta je trebao da bude sadržaj tih mjera pogledati: European Commission, 2009; str. 55-87.

daljeg rješavanja problema finansiranja banaka i finansijske fragmentacije u okviru eurozone, Eurosistem je u maju 2010. godine počeo s primjenom Programa tržišta HOV (eng. Securities Markets Programme – SMP),<sup>156</sup> u vidu direktne intervencije na tržištu hartija od vrijednosti kako bi ispravljanjem nefunkcionalnosti ovog tržišta u pojedinim segmentima omogućio nesmetano odvijanje transimisionog mehanizma monetarne politike. Pomenuta aktivnost je praćena Programom izdavanja obveznica od strane ECB oktobra 2011. godine, i u konačnom Programom direktnih novčanih transakcija (eng. Outright Monetary Transactions – OMT)<sup>157</sup> objavljenom u septembru 2012. godine. Sve mjere su imale za cilj uspostavljanje povjerenja na finansijskom tržištu, očuvanje bankarskog sistema, obezbjeđenje adekvatne kredite podrške privredi i stanovništvu, kao i postizanje cjenovne stabilnosti kao ključnog cilja monetarne politike.

EU je takođe u okviru tzv. mjera kriznog menadžmenta, kao odgovor na finansijsku krizu, u periodu 2008-2010. godine kreirala ukupan paket pomoći težak 26% BDP, od čega se 236 milijardi eura odnosi na „injekciju kapitala“ finansijskim institucijama, 957,7 milijardi eura na garancije za finansijske institucije i 346,5 milijardi eura na podršku aktivni finansijskih institucija (Stolz i Wedow, 2010.)

Osim toga, odmah nakon pojave drugog talasa krize u EU – krize državnih dugova, razvijen je mehanizam za pružanje finansijske pomoći državama članicama koje se suočavaju s teškoćama u očuvanju finansijske stabilnosti. Krajem 2009. godine i početkom 2010. godine, mnoge zemlje eurozone su se suočile s problemom finansiranja svojih dugova, budući da je pozajmljivanje na tržištu od strane država postalo veoma skupo, a kasnije praktično i nemoguće. To je bio i razlog zbog kojeg su 2010. godine formirana dva privremena mehanizma za pružanje finansijske pomoći – Evropski mehanizam za finansijsku stabilnost (eng. European Financial Stabilization Mechanism –ESFM) i Evropski fond za finansijsku stabilnost (eng. European Financial Stability Facility – EFSF) sa raspoloživim fondom sredstava za oba mehanizma od 500 milijardi eura. Kako su pomenuti mehanizmi bili privremenog karaktera, članice eurozone su krajem 2012. godine formirale trajni mehanizam, kao ključni instrument za pomoć članicama eurozone, pod nazivom Evropski stabilizacioni mehanizam (eng. European Stability Mechanism – ESM), sa 500 milijardi eura raspoloživih sredstava. Državama koje nijesu članice eurozone, a koje se suočavaju s platno–bilansnim problemima, stavljeno je na raspolaganje 50 milijardi eura putem mehanizma Podrška platnom bilansu (eng. Balance of Payments – BoP). Uz to je i ECB otpočela sa otkupom državnih obveznica članica koje su se suočavale s finansijskim poteškoćama, dok je MMF stavio na raspolaganje kreditnu podršku od 250 milijardi eura. Mehanizam za pružanje finansijske pomoći u EU je prikazan u tabeli (19):

---

<sup>156</sup> Za detaljnije informacije pogledati: European Central Bank, 2011b.

<sup>157</sup> Za detaljnije informacije o argumentima za i protiv ovog programa pogledati: European Parliament, 2012a.

Tabela 19: Mehanizam za pružanje finansijske pomoći u EU

Mehanizam za pružanje finansijske pomoći u EU					
Evropski mehanizam za finansijsku stabilnost (ESFM)	Evropski fond za finansijsku stabilnost (EFSF)	Evropski stabilizacioni mehanizam (ESM)	Podrška platnom bilansu (BoP)	MMF	ECB
Operativan od maja 2010.	Operativan od juna 2010.	Operativan od oktobra 2012.	Operativan od februara 2002.		
Privremeni mehanizam koji pruža finansijsku pomoć članicama EU koje se suočavaju s finansijskim poteškoćama	Pružna finansijsku pomoć članicama eurozone koje se suočavaju s finansijskim poteškoćama, rekapitalizuje banke i kupuje državne obveznice	Ključni instrument za pomoć članicama eurozone, koji je zamijenio ESFM i EFSF	Pružna srednjoročnu finansijsku pomoć platnim bilansima državama koje nijesu članice eurozone	Osim redovnih aktivnosti, pruža podršku finansijskoj stabilnosti državama članicama	Osim redovnih aktivnosti, kupuje i državni dug na sekundarnom tržištu
Od raspoloživih 60 milijardi eura, iskorišćeno je 48,5 milijardi eura - Irska (22,5) i Portugal (26)	Od raspoloživih 440 milijardi eura, iskorišćeno je 185,5 milijardi eura - Irska (17,7), Portugal (26) i Grčka (141,8)	Od raspoloživih 500 milijardi eura, isplaćeno je 50,3 milijarde eura	Od raspoloživih 50 milijardi eura, Mađarskoj, Litvaniji i Rumuniji isplaćeno je 13,4 milijarde eura (potražuju još 10,4 milijarde eura)	Na raspolaganju kredit od 250 milijardi eura	Od trenutno 680 milijardi eura na raspolaganju, isplaćeno 494 milijarde eura

Izvor: Evropska komisija i modifikacija autora

Finansijska pomoć koja je prethodno pomenuta, praćena je fiskalnim i ekonomskim mjerama. Kako postojeći mehanizam koordinacije nije bio na adekvatnom nivou, a što je kriza učinila očiglednim, EU je bila primorana da krene u pravcu osnaživanja koordinacije ekonomskih i fiskalnih politika unutar EU, a posebno u eurozoni, kao i da krene u bolju regulaciju i superviziju finansijskog sektora.

Problem s mehanizmom koordinacije u dijelu monetarne politike, koji je u suočavanju s krizom postao vidljiv, dominantno je vezan za regulaciju i superviziju bankarskog i finansijskog sektora, odnosno kontrolu finansijske stabilnosti. Naime, postalo je evidentno da nije održiv regulatorni okvir koji se dominantno zasniva na nacionalnim pravilima i nacionalnim mjerama za spašavanje finansijskih institucija, uz minimalnu koordinaciju koja je postojala na nivou EU. Takođe se pokazalo da je predkrizni okvir za superviziju finansijskog sektora ranjiv na šokove, da ne posjeduje instrumente za

suočavanje sa sistemskim krizama, kao i da nema mehanizme za odgovor na propadanje velikih prekograničnih banaka. Predkrizni mehanizam koordinacije takođe nije obezbijedio adekvatnu kapitalizaciju banaka, kao ni superviziju tržišta kapitala i osiguravajućih društava. Sistem zaštite depozita nije bio na adekvatnom nivou, a postojala je i neprihvatljivo bliska veza između banaka i države. Ovo iz razloga što se stanje kod banaka direktno odražavalo na državne finansije usled korišćenja sredstava poreskih obveznika, usled nedostatka alternativnih načina za rješavanje problema banaka. Sve su to bili razlozi za uspostavljanje novog nadzornog okvira za EU – ESFS (u okviru kojeg su osnovana tri nova organa za superviziju finansijskih aktivnosti: EBA, ESMA i EIOPA) i ESRB, odnosno jedinstvenog nadzornog mehanizma za banke (SSM), koji predstavlja prvi korak prema bankarskoj uniji.

Kriza je takođe ukazala na probleme dotadašnjeg ekonomskog upravljanja u EU (eng. EU Economic Governance). Slabosti u predkriznom mehanizmu koordinacije ekonomskih i fiskalnih politika su posebno došle do izražaja kod dva stuba za ograničavanje nacionalnih fiskalnih politika u EU – Ugovora iz Maastrichta i Pakta za stabilnost i rast.<sup>158</sup> O tome najbolje, između ostalog, svjedoče prethodno prikazani fiskalni parametri vezani za visoke budžetske deficite, pogoršanje racija javni dug/BDP, kao i povećanje javne potrošnje, koji su nedugo nakon suočavanja s krizom dostigli neodrživo visoke nivoe.

To je indikator koji upućuje na zaključak da predkrizni mehanizam koordinacije fiskalne politike nije bio adekvatan, s obzirom da očigledno nije sačuvao fiskalnu disciplinu, nije osigurao potreban fiskalni prostor niti je omogućio puno funkcionisanje automatskih stabilizatora u otežanim kriznim uslovima. Uz to, pomenuti okvir nije bio dovoljno strog jer nije posjedovao adekvatnu proceduru za automatsko izricanje kazni u slučaju kršenja pravila budžetskog deficita ili javnog duga, zbog čega nije ni ograničavao negativna prekogranična preliivanja unutar monetarne unije, niti je držao pod kontrolom budžetske politike država članica. Takođe se pokazalo da ni preventivne mjere, odnosno sistem ranog upozorenja i kratkoročni nadzor nijesu dali adekvatne rezultate. Očigledno ni korektivne mjere, odnosno procedure u slučaju prekomjernih deficita, nijesu odgovorile svojoj svrsi, s obzirom da predloge budžetskih planova kao i napredovanje procedura za prekomjerne deficite nijesu pratile nezavisne institucije, zbog čega su, između ostalog, fiskalni indikatori država članica EU značajno pogoršani. Nije postojao ni mehanizam koji bi obezbjeđivao kontrolu fiskalnih odnosno budžetskih politika država članica unaprijed, već se najveći dio aktivnosti svodio na naknadno ocjenjivanje i korigovanje.

Sve su to bili razlozi koji su doveli do sistemske reakcije od strane EU, kako u smislu reforme Pakta za stabilnost i rast usvajanjem – Paketa od šest propisa, Paketa od dva propisa, Fiskalnog pakta kao sastavnog dijela Ugovora o stabilnosti, koordinaciji i upravljanju, tako i kreiranjem Euro Plus Pakta. Uz to se ukazala potreba za novim instrumentom nadzora i koordinacije ekonomskih i fiskalnih politika u vidu Evropskog semestra.

---

<sup>158</sup> Detaljnije o načinu funkcionisanja Pakta za stabilnost i rast u uslovima krize pogledati: Ionnou i Stracca, 2011.



#### 4.5. Pravci koordinacije u Evropskoj monetarnoj uniji

Imajući u vidu specifičnost EMU koja se ogleda u jedinstvenoj monetarnoj politici na nadnacionalnom nivou i zajedničkoj valuti, nacionalnim fiskalnim politikama koje su u nadležnosti država članica, ali i međuzavisnosti njenih članica, koordinacija ekonomskih politika se nameće kao preduslov odgovarajućeg funkcionisanja. U suprotnom bi problemi negativnih eksternalija i preliivanja efekata ekonomskih politika među državama članicama toliko narasli, da bi u ekonomskom i političkom smislu ugrozile njenu stabilnost. U tom smislu je pravni osnov za koordinaciju ekonomskih politika unutar EMU sadržan u Mاستrihtskom ugovoru, koji obavezuje države članice da svoje ekonomske politike tretiraju kao politike koje su od zajedničkog interesa za čitavu Uniju, zbog čega mora postojati odgovarajući mehanizam koordinacije. Osim što je definisao finansijska pravila koja su kasnije detaljnije razrađena u Paktu za stabilnost i rast, koji predstavlja najčvršći mehanizam koordinacije ekonomskih politika, Pakt je uveo i izradu Načelnih smjernica za vođenje ekonomske politike (eng. Broad Economic Policy Guidelines). Smjernice, koje usvaja Savjet, predstavljaju opšte preporuke nosiocima ekonomske politike u državama članicama, na osnovu kojih se vrši procjena usklađenosti ekonomske politika država članica s principima definisanim u prethodno usvojenim smjernicama.

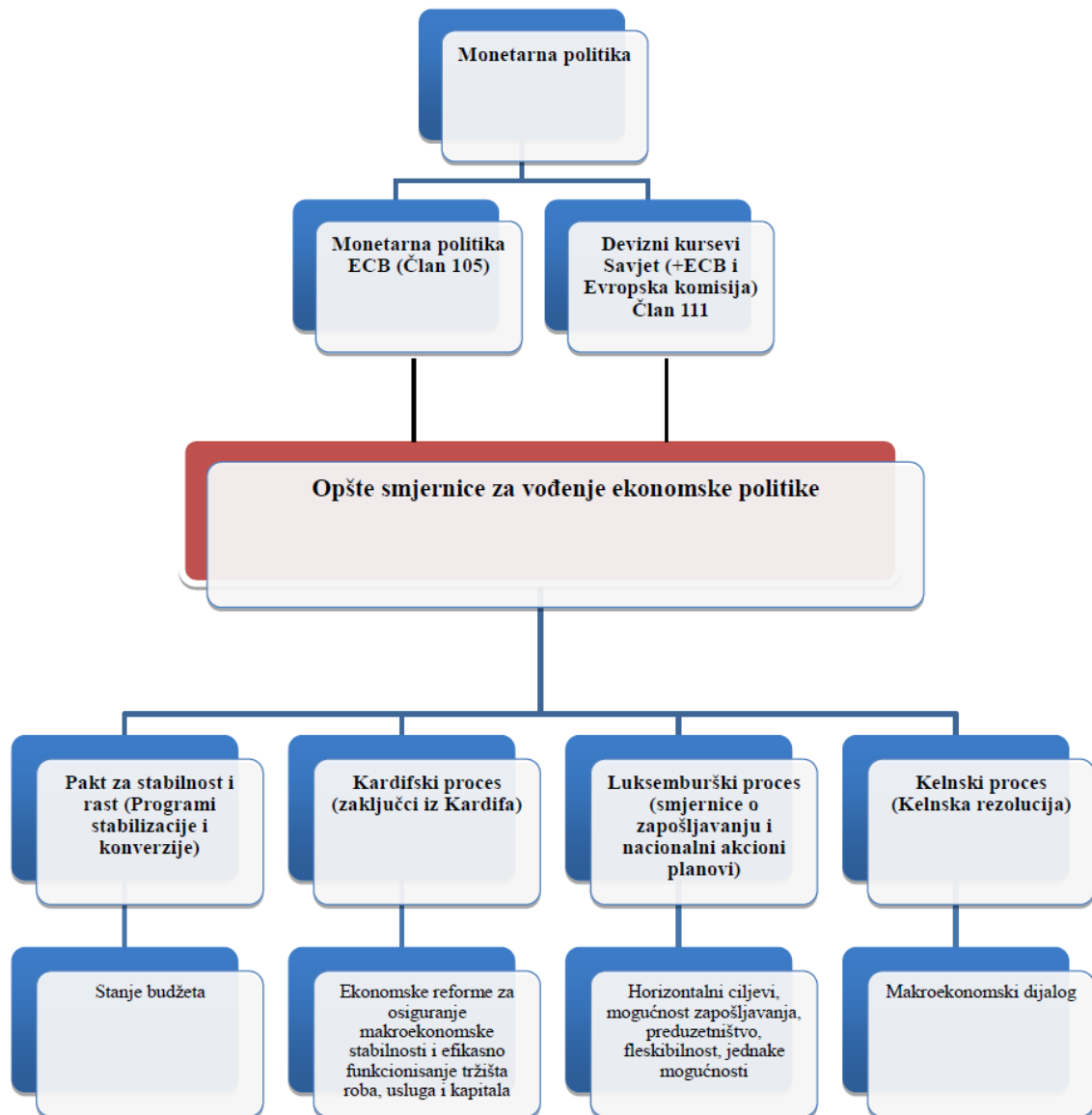
Smjernice za vođenje ekonomske politike nastaju kao rezultat težnje za koordinacijom i nadzorom nad nacionalnim ekonomskim politikama, i rezultat su konsenzusa postignutog na osnovu analiza ekonomskih politika.<sup>159</sup> Važne su iz razloga što tretiraju i makroekonomske i strukturne politike, dajući na taj način cjelovit pogled koji doprinosi ne samo konzistentnijem vođenju različitih politika, nego predstavljaju i platformu za naknadnu kontrolu pridržavanja Smjernica od strane država. Smjernice spadaju u tzv. pravno neobavezujuća akta (ne predviđaju mehanizam sankcija za njihovo nepoštovanje), budući da se usvajaju u formi preporuka, zbog čega umjesto pravnog imaju politički značaj. Ovo ne samo zbog činjenice što ih usvaja Savjet (formalno ih priprema ECOFIN na osnovu preporuka Evropske komisije), nego i zbog toga što se članice EU putem Otvorenih metoda koordinacije (eng. Open Method Coordination) na neki način obavezuju na poštovanje Smjernica.

Smjernice predstavljaju institucionalni okvir za implementaciju Lisabonske strategije usvojene u martu 2000. godine, koja predviđa implementaciju ekonomskih, socijalnih i ekoloških reformi do 2010. godine. Budući da je riječ o opštim smjernicama, rezultat su specijalizovanih mehanizama koji se odnose na pojedine vrste politika, zbog čega im i pripada centralno mjesto kada je riječ o mehanizmu koordinacije ekonomskih politika unutar Unije, što se može i vidjeti na grafiku (43):

---

<sup>159</sup> Vidjeti član 121. Ugovora o funkcionisanju EU (TFEU).

Grafik 43: Koordinacija ekonomskih politika koja uključuje dijalog s ECB



Izvor: European Commission, 2002; str. 6.

Reformom Lisabonske strategije izvršenom 2005. godine dolazi do manje izmjene prikazane strukture za koordinaciju ekonomskih politika, na način što su uspostavljene Integrisane smjernice za rast i zaposlenost (eng. Integrated Guidelines for Growth and Employment), kojima se vrši spajanje Smjernice za vođenje ekonomske politike i Smjernice o zapošljavanju. Integrisane smjernice obavezuju države članice da za naredni trogodišnji period izrađuju Nacionalni program reformi (eng. National Reform Programme) koji sadrži ključne prioritete ekonomskih reformi, planiranih reformi kao i ciljeve kojima država članica teži. Na bazi Integrisanih smjernica i nacionalnog programa reformi, Komisija u decembru usvaja Godišnji izvještaj o napretku (eng. Annual Progress Report).

Velika ekonomska kriza i makroekonomski poremećaji koje je izazvala očiglednijim su učinili potrebu snažnije i sveobuhvatnije koordinacije ekonomskih politika država članica, vezanih za usklađivanje procesa i ciljeva nacionalnih budžetskih politika, politika rasta i politika zapošljavanja. Zapravo, ekonomska kriza je aktualizovala nekoliko zaključaka koji su uticali na dalju reformu ekonomskog upravljanja u EU:

- Eurozona se suočava s nedostatkom institucionalnog okvira za identifikaciju i korekciju makroekonomskih neravnoteža;
- Implementacija Pakta za stabilnost i rast nije doprinijela konzistentnosti fiskalnih politika u monetarnoj uniji;
- Nedostatak adekvatnog mehanizma koordinacije ekonomskih politika koje su bitne za konkurentan i održiv privredni rast;
- Finansijski nadzor je zaostajao za finansijskim integracijama;
- Izazovi s javnim dugom u pojedinim državama članicama mogu da ugroze stabilnost cjelokupne eurozone (Constancio, 2011, str. 1-3).

Zato se krenulo u reformu koordinacije ekonomskih politika odnosno ekonomskog upravljanja u EU. Naime, nova desetogodišnja razvojna Strategija Evropa 2020 (eng. Europe 2020 Strategy), koja je usvojena u junu 2010. godine, osim što uspostavlja tri prioriteta vezana za pametan, održiv i inkluzivan rast kao i čitav niz podciljeva koji su u funkciji pomenutih prioriteta, jasno prepoznaje i potrebu snažnije koordinacije ekonomskih politika unutar ekonomske i monetarne unije. Ovo iz razloga što je najnovija kriza ukazala na povećani stepen međuzavisnosti, posebno u finansijskom sektoru, te time učinila još važnijim sagledavanje efekta prelivanja među državama. Tome treba dodati i tendencije koje se odnose na divergentna kretanja privrednog rasta među državama kao i slučajeve gomilanja neodrživih nivoa javnog duga, koja predstavljaju pritisak na jedinstvenu valutu. Kriza je učinila vidljivijim izazove prisutne u eurozoni, a posebno one koji se vezuju za održivost javnih finansija i potencijalnog privrednog rasta, kao i destabilizirajuću ulogu neravnoteža i različitih konkurentskih mimoilaženja. Suočavanje s pomenutim izazovima zahtijeva snažniju koordinaciju ekonomskih politika, s ciljem uspostavljanja okvira za kvalitetniji nadzor država članica, koji treba da rezultira jačanjem fiskalne discipline i očuvanjem finansijske stabilnosti cjelokupne eurozone.<sup>160</sup>

To je bio i razlog za uspostavljanje Evropskog semestra (eng. European Semester) počev od januara 2011. godine, kao novog instrumenta nadzora i koordinacije ekonomskih i fiskalnih politika država članica, tako nazvanog zbog činjenice da se najveći dio koordinacije obavlja u prvih šest mjeseci tekuće godine. Prepoznat je u Paketu od šest propisa kao mehanizam za unaprjeđenje koordinacije, na način što države članice usklađuju budžetske i uopšte ekonomske politike s ciljevima prethodno dogovorenim na nivou EU, kako bi se obezbijedila održivost javnih finansija, podstakao ekonomski rast i spriječio nastanak pretjeranih makroekonomskih neravnoteža. Suština je u tome da se preporuke i rana upozorenja daju unaprijed, za razliku od dosadašnjeg pristupa koji je počivao na naknadnom ocjenjivanju i korigovanju.

---

<sup>160</sup> Detaljnije o sadržaju strategija Evropa 2020 pogledati: European Commission, 2010.

Evropski semestar u suštini počiva na tri stuba. Prvi stub se odnosi na koordinaciju ekonomske politike putem strategije Evropa 2020 i Integriranih smjernica, koje su sačinjene od opštih smjernica za vođenje ekonomske politike i smjernica o zapošljavanju. Drugi stub je vezan za koordinaciju fiskalne politike odnosno za Pakt za stabilnost i rast, koji sadrži preventivne i korektivne mjere. Treći stub počiva na makroekonomskom nadzoru, koji takođe poznaje preventivne mjere kroz praćenje niza indikatora, i korektivne mjere odnosno proceduru za prekomjerne neravnoteže. Procedure predviđene Evropskim semestrom su prikazane grafikom (44):

Grafik 44: Procedura predviđena Evropskim semestrom

	Januar	Februar	Mart	April	Maj	Jun	Jul	
Evropska komisija	Prezentacija Godišnjeg izvještaja o rastu (AGS)				Procjena NRP-a i CSP-a	Preporuke državama članicama zasnovane na NRP-i i CSP-u		Tokom godine: Stručne ocjene
Savjet Evropske unije		Rasprava o AGS-u i davanje mišljenja i preporuka					Formalno usvajanje preporuka državama članicama	preporuka datih državama članicama uključujući razmatranje mogućih daljih mjera (Procedure za prekomjerne deficite / Procedure prekomjernih neravnoteža)
Evropski parlament		Rasprava o AGS-u i davanje mišljenja i preporuka						
Evropski savjet			Usvajanje reformskih prioriteta za EU i držve članice			Rasprava o nacrtu preporuka državama članicama		
Države članice				Šlanje Evropskoj komisiji Nacionalnog programa reforme (NRP) i Programa konvergencije (SCP <sub>2</sub> )				Jesen: Vlada šalje predlog budeta nacionalnim parlamentima u skladu sa nacionalnom praksom

Izvor: Evropska komisija

Konačno, mehanizam koordinacije ekonomske politike unutar EMU se dalje unaprjeđuje usvajanjem Euro plus pakta (eng. European Plus Pact) marta 2011. godine. Mehanizam ima za cilj da poboljša konkurentnost i pospješi koordinaciju ekonomske politike kroz veći stepen konvergencije. Obavlja nekoliko funkcija: promoviše konkurentnost, promoviše zapošljavanje, obezbjeđuje održivost javnih finansija i jača finansijsku stabilnost (Degryse, 2012, str. 45-47).

Važno je imati u vidu i činjenicu da je u martu 2011. godine, Savjet uspostavio i Evropski stabilizacioni mehanizam (eng. European Stability Mechanism – ESM),<sup>161</sup>

<sup>161</sup> Detaljnije o tome vidjeti: European Central Bank, 2011a.

koji se primjenjuje od septembra 2012. godine, i to s ciljem pružanja finansijske pomoći državama članicama eurozone kojima je to neophodno, da bi očuvale svoju finansijsku stabilnost. Očekuje se da će kapacitet za pozajmljivanje od 500 milijardi eura biti dovoljan da omogući ispunjenje cilja zbog kojeg je osnovan. Predstavlja ključni instrument za pomoć članicama eurozone, koje su sve članice Evropskog stabilizacionog mehanizma, a koje imaju problema s pristupom finansijskom tržištu. Inače, zamijenio je prethodna dva privremena mehanizma – Evropski mehanizam za finansijsku stabilnost (eng. European Financial Stabilisation Mechanism – EFSM) i Evropski fond za finansijsku stabilnost (eng. European Financial Stability Facility – EFSF).

Dakle, okvir za koordinaciju ekonomskih politika unutar EU je konačno zaokružen implementacijom Euro plus pakta, Ugovora o stabilnosti, koordinaciji i upravljanju, kao i Paketa od šest propisa, Paketa od dva propisa i Fiskalnog pakta.

#### **4.6. Mogući pravci razvoja koordinacije**

Uspostavljanje novog okvira za ekonomsko upravljanje, odnosno novih instrumenata nadzora i koordinacije fiskalnih odnosno ekonomskih politika unutar EU, odgovor je na:

- Izražen problem negativnih eksternalija odnosno preliivanja među državama članicama, koji je nakon izbijanja najnovije krize postao očigledniji;
- Odsustva institucionalnog okvira za korekciju makroekonomskih neravnoteža, potrebnog ne samo za adekvatnu koordinaciju monetarne i fiskalne, odnosno ekonomske politike uopšte, nego i za implementaciju mehanizama nastalih kao rezultat pomenute koordinacije.

U tom smislu se očekuje da će Euro plus paket, Paket od šest propisa i Fiskalni pakt uticati na snaženje fiskalne discipline i unaprjeđivanje ekonomskog upravljanja, da će Evropski finansijski stabilizacioni mehanizam, Evropski finansijski stabilizacioni okvir odnosno Evropski stabilizacioni mehanizam, koji ih je zamijenio 2011. godine, poboljšati krizni menadžment EU, kao i da će Evropski semestar značajno unaprijediti koordinaciju ekonomskih politika unutar Unije.

U suštini, postoje tri ključne inovacije sadržane u Evropskom semestru, kao osnovnom mehanizmu koordinacije ekonomske politike, u odnosu na procedure predivđene prethodnim mehanizmima koordinacije:

1. Pitanje nadzora i prevencija neravnoteža je značajno prošireno: ne uzimaju se u obzir samo fiskalne neravnoteže, poput javnog duga i fiskalnih deficita, nego i čitav niz drugih makroekonomskih indikatora vezanih za ukupne makroekonomske neravnoteže;
2. Pojačan je obavezujući karakter nadzora za slučaj fiskalnih odnosno makroekonomskih neravnoteža: sankcije u obliku kamatonosnih ili nekamatonosnih depozita koje se mogu pretvoriti u kazne;
3. Unaprijeđenje vezano za ex ante nadzor: procjene stabilnosti i programi konvergencije se vrše prije donošenja ključnih odluka vezanih za nacionalne budžete (Degryse, 2012, str. 39).

Dakle, Evropski semestar bi trebao da garantuje efikasnost ex ante koordinacije ekonomske i budžetske politike unutar EU. Ovo na način što se:

- Osnažuje uloga evropskih institucija kroz obavezivanje država članica da im prezentuju planove budžeta prije nego što ih i formalno predlože nacionalnom parlamentu;
- Propisuje obaveza davanja saglasnosti na fiskalne i strukturne reforme od strane relevantnih institucija na nadnacionalnom nivou;
- Stvaraju pretpostavke za održivost nacionalnih budžeta.

U suštini, novi sistem je korak naprijed u prevenciji ozbiljnih makroekonomskih poremećaja s obzirom da je predviđeno praćenje niza različitih indikatora kao i prisustvo pretjeranih makroekonomskih neravnoteža kroz odgovarajuće izvještaje Evropske komisije. Takođe je povećan značaj vršenja monitoringa javnog duga, i uopšte javnih finansija, kroz obavezu dobijanja saglasnosti od strane nadnacionalnog nivoa, što do sada nije bio slučaj.<sup>162</sup>

Međutim, bez obzira što su očekivanja od Evropskog semestra kao novog instrumenta nadzora i koordinacije fiskalnih odnosno ekonomskih politika velika, već sada se, nakon nekoliko godina od početke primjene novog okvira za koordinaciju, u relevantnim analizama ukazuje na njegove propuste.<sup>163</sup> Propusti istovremeno predstavljaju izazov za koordinaciju makroekonomskih politika u perspektivi.

U skladu s prethodno pomenutim, novi okviri za koordinaciju, bez obzira na to koliko su sveobuhvatni, sami po sebi nijesu dovoljni da bi obezbijedili i formalno uspostavljanje kvalitetnije koordinacije, budući da nijesu obavezujući i da je ključni mehanizam za obezbjeđivanje primjene politički pritisak koji vrše odgovarajuće institucije EU. S tim u vezi je izvjesno da odsustvo odgovarajućeg pristupa koji bi osigurao sprovođenje preporuka Evropske komisije datih državama članicama, može da bude jedan od faktora koji može da doprinese da se ciljevi uspostavljanja Evropskog semestra u konačnom neće ostvariti u potpunosti.

Osim toga, nepostojanje potrebnih sankcija za nesprovođenje preporuka, kao i nemogućnost sprječavanja razvodnjavanja preporuka koje državama članicama daje Savjet jeste drugi problem najnovije reforme. Ovo se dešava iz razloga što se javlja isti problem koji je bio prisutan i kod primjene Pakta za stabilnost i rast. Naime, i pored svjesnosti Evropske komisije o potrebi čvršće koordinacije fiskalne politike kao i njenog uviđanja da je potrebno praviti otklon od tzv. pristupa koji odgovara svima (eng. One Size Fits All), sam proces donošenja političkih odluka koji se vrši na nivou Savjeta smanjuje uticaj Evropske komisije, i pored unaprjeđenja predviđenih Paketom od šest propisa. Savjet često i razvodni preporuke koje su prethodno pripremljene.

Dalje se naglašava da je problem reforme i u tome što se oslanja na prethodno iscrpljene metode tvrde i meke koordinacije politika. S jedne strane dosadašnja primjena Pakta za stabilnost i rast, zasnovana na tvrdim fiskalnim pravilima, pokazala je da Pakt nije bio u stanju da spriječi vođenje neodrživih fiskalnih politika, dok se

---

<sup>162</sup> Pogledati na primjer: Praussello, 2012; str. 187-197.

<sup>163</sup> Pogledati na primjer: Maidla, 2012.

novom pristupu zasnovanom na Evropskom semestru, i Euro plus paktu, koji počivaju na mekoj koordinaciji, zamjera odustvo oruđa koja bi osigurala njihovu primjenu.

Uz to se dalje primjećuje da je implementacija novih mehanizama još više usložila ionako kompleksno ekonomsko upravljanje i koordinaciju ekonomskih politika unutar eurozone. To po Verhalstu (2013) takođe može da bude jedan od faktora koji će otežati adekvatnu primjenu, odnosno ispunjavanje ciljeva reforme, te može smanjiti efikasnost koordinacije. Umjesto toga, moguće da je bolji pristup bio da se obezbijedi primjena postojećeg instrumentarijuma, a ne dodatno da se on komplikuje.

Izazov predstavlja i problem političkog uticaja unutar Savjeta, koji se manifestuje u činjenici da postoji mogućnost da se preporuke pripremljene od strane Evropske komisije ipak razlikuju od onih koje u konačnom usvoji Savjet na kraju ciklusa.

Dalji postkrizni razvoj događaja unutar Unije, koji u principu može ići u tri različita pravca, takođe je jedan od faktora koji može determinisati buduću koordinaciju ekonomskih politika. Čini se da za sada preovladavaju stanovišta koja počivaju na obimnijoj i dubljoj integraciji. U tom kontekstu je u dugom roku, ne kraćem od 5 godina, moguće očekivati stvaranje i bankarske i fiskalne unije.<sup>164</sup> Jedinstveni nadzorni mehanizam, koji u punom kapacitetu startuje od 2014. godine će otvoriti nove mogućnosti za monetarnu politiku u eurozoni, zbog čega je realno očekivati kvalitetniju interakciju između monetarne, supervizorske i regulatorne politike unutar EU.

Iako do sada nije bilo dovoljno volje za stvaranjem ujedinjene ili federalne Evrope, razvoj događaja u posljednje vrijeme aktuelizuje pitanje fiskalne unije, koja bi svakako determinisala i način koordinacije ekonomske politike. U tom smislu se iskristalisalo nekoliko predloga u kojem pravcu bi mogla da se konstituiše buduća unija. Jedna od opcija je međuregionalni fiskalni mehanizam prenosa, kao svojevrsan vid osiguranja protiv asimetričnih šokova (Dullien i Schwarzer, 2005), zatim povećanje budžeta EU za uspostavljanje horizontalnog mehanizma za finansijsko poravnanje (Italianer i Vanheukelen, 1993; Hammond i von Hagen, 1998), kao i uvođenje euroobveznica uz podršku svih država članica EU (De Grauwe i Moesen, 2010; Favero i Missale, 2011). Drugi pravac je u suštini povratak na stari način koordinacije koji se uglavnom oslanja na postepenu koordinaciju zasnovanu na dobrovoljnoj osnovi. Treći je vezan za moguću dezintegraciju EU na način što bi pojedine države članice dobrovoljno napustile Uniju, ili bi bile protjerane od strane drugih. Bez obzira na to u kojem pravcu će se dalji procesi odvijati unutar EU, svaki od ovih scenarija bi značajno uticao na promjenu načina koordinacije monetarne i fiskalne, odnosno ekonomske politike uopšte.

---

<sup>164</sup> Za kratkoročni, srednjoročni i dugoročni razvoj događaja u Evropskoj uniji, pogledati na primjer: European Commission, 2012.

**IV KOORDINACIJA FISKALNE I POLITIKE  
LIKVIDNOSTI U CRNOJ GORI**



## **1. Fiskalna politika kao najznačajniji instrument makroekonomskog menadžmenta u Crnoj Gori**

Uvođenje dolarizacije (eurizacije) imalo je svoje implikacije na buduću ekonomsku politiku u Crnoj Gori, čiji noseći stub postaje fiskalna politika. U uslovima eurizovane ekonomije, fiskalna politika je najznačajniji, i praktično jedini relevantan instrument makroekonomskog menadžmenta u Crnoj Gori. Kako fiskalna politika mora biti usmjerena ka ostvarivanju brojnih fiskalnih i nefiskalnih ciljeva, važnost njenog pažljivog odnosno adekvatnog upravljanja od strane njenih nosilaca posebno dobija na značaju. Praktično je jedini instrument koji se može iskoristiti u funkciji upravljanja snažnim pritiscima tražnje, kako bi se realizovali brojni stabilizacioni i razvojni ciljevi koji se uzmu kao relevantni.

To s druge strane znači da je fiskalna politika jedini mogući instrument koji se može koristiti u pravcu upravljanja različitim vrstama šokova, što u slučaju male otvorene ekonomije, kakva je crnogorska, predstavlja poseban izazov, a u velikom broju slučajeva i opasnost po kreatora ekonomske politike. U slučaju velike izloženosti egzogenim šokovima, često nije ni moguće adekvatno odreagovati instrumentarijumom fiskalne politike, s obzirom na odsustvo mogućnosti korišćenja politike deviznog kursa i monetarne politike kao instrumenta prilagođavanja. Ipak, treba imati u vidu činjenicu, da rastuća regionalizacija i globalizacija, utiču na smanjenje nacionalnog suvereniteta kada je o ekonomskoj politici riječ, posebno kod malih zemalja.

### **1.1. Ciljevi, instrumenti i mjere fiskalne politike u Crnoj Gori**

U literaturi se među standardnim ciljevima koji se postavljaju pred fiskalnu politiku najčešće ubrajaju oni koji se odnose na: optimalnu alokaciju resursa, pravednu raspodjelu dohotka i blagostanja, ekonomsku stabilizaciju i privredni rast. Velika ekonomska kriza je, s druge strane, još više aktuelizovala značaj primjene fiskalne politike u stabilizacione svrhe. Kao preduslov za uspješnu realizaciju pomenutog cilja, najnovija teorijska i empirijska istraživanja sugerišu poklanjanje veće pažnje fiskalnom prostoru, preduslovu za uspješnu stabilizacionu politiku, kao i boljem kreiranju automatskih stabilizatora, jer automatski reaguju na promjene agregatne ponude i tražnje.

Okvir za definisanje i realizaciju generalnih pravaca razvoja crnogorske ekonomije predstavlja čitav niz strateških dokumenata koja predstavljaju istovremeno i osnovu za utvrđivanje ciljeva ekonomske, a samim tim i fiskalne politike. U pomenute strateške dokumente spadaju Plan razvoja Crne Gore, Prostorni plan Crne Gore do 2020. godine, Nacionalna strategija održivog razvoja, kao i Ekonomski i fiskalni program koji se ažurira svake godine.

S tim u vezi, prioritetni cilj fiskalne politike jeste povećanje kredibiliteta crnogorske ekonomije u cilju postizanja dugoročnog ekonomskog rasta i povećanja zaposlenosti, kao osnovnih ciljeva ekonomske politike. Uzimajući u obzir prihvaćeni monetarni režim u Crnoj Gori, fiskalna politika i politika javne potrošnje dominantno su fokusirane u pravcu ostvarivanja makroekonomske ravnoteže, stabilnosti cijena i stvaranja pretpostavki za rast proizvodnje. U vremenu suočavanja s posljedicama Velike ekonomske krize, fiskalna politika se uglavnom usmjerava u pravcu smanjenja

fiskalnih rizika. U tom smislu je fiskalna odnosno finansijska stabilnost, koja predstavlja osnovni preduslov za dugoročan privredni rast i razvoj u Crnoj Gori, osnovni dugoročni cilj fiskalne politike.

Nastojanje fiskalne politike u narednom periodu značiće dalji nastavak fiskalne konsolidacije, koji podrazumijeva smanjenje državne i javne potrošnje i povećanje poreskih prihoda, kroz sprovođenje mjera za suzbijanje sive ekonomije, smanjenje poreskih potraživanja i širenje poreske osnove (Ministarstvo finansija, 2012, str. 24).

Preciznije rečeno, kretanja u javnim finansijama u srednjem roku, a samim tim i srednjoročni ciljevi fiskalne politike u Crnoj Gori, su određeni:

- Fiskalnom strategijom;
- Smjernicama fiskalne politike;
- Makroekonomskim projekcijama za trogodišnji period;
- Zakonom o budžetu i fiskalnoj odgovornosti;
- Zakonom o budžetu;
- Fiskalnim trendovima iz prethodnih godina.

Očekivanja su da će uvođenje fiskalnih pravila, koja se u teoriji definišu kao numerička pravila koja se odnose na kvantitativna ograničenja numeričkih agregata javnih finansija vezanih za javni dug, budžetsku ravnotežu, strukturnu budžetsku ravnotežu, javnu potrošnju i javne prihode, doprinijeti poboljšanju ispunjenja fiskalnih ciljeva, ali i povećanju kredibiliteta samih finansijskih planova. Relevantna empirijska istraživanja<sup>165</sup> potvrđuju opravdanost takvih očekivanja, budući da dokazuju da fiskalna pravila olakšavaju značajnija fiskalna prilagođavanja, čine čvršćim budžetski okvir, smanjuju prostor za zloupotrebu političkih ciklusa, olakšavaju anticiklično vođenje fiskalne politike, što su sve razlozi koji su više nego relevantni za Crnu Goru.

Naime, Crna Gora se nakon nekoliko godina dinamičnog privrednog rasta praćenog cikličnim povećanjem javnih prihoda, počev od 2009. godine suočila s dubokom ekonomskom krizom oličenom u drastičnom padu privredne aktivnosti i narušavanju kvaliteta javnih finansija. Makroekonomska kretanja zabilježena u periodu od 2009. do 2013. godine, posebno ona koja se odnose na deficit državnog budžeta i rast javnog duga, nedvosmisleno su ukazala na neophodnost primjene strožije fiskalne discipline u Crnoj Gori. Ovo iz razloga što su novija teorijska istraživanja potvrdila da se kredibilitet i održivost fiskalne politike značajno povećava, ako je regulisana pravilima koja su zakonski obavezujuća.

Kako pomenuta fiskalna disciplina mora uključiti dvije nezaobilazne komponente – numerička fiskalna pravila i fiskalne institucije, zakonski je bilo korisno definisati čitav niz pravila koja se odnose na zlatno pravilo (buduća neto zaduženja ne mogu biti veća od iznosa kapitalnih investicija), pravilo budžetskog balansa i duga, primjenu zakonom obavezujućeg srednjoročnog budžetiranja, sistem kontrole višegodišnjih izdataka, kao i eventualno formiranje fiskalnog savjeta. Fiskalni savjet, ukoliko bi se

---

<sup>165</sup> Pogledati na primjer: IMF Staf Position Note, 2009; str. 28-29.

formirao, trebao da daje kredibilnu i nezavisnu ocjenu fiskalne politike, kao i da kontroliše zakonski definisanu primjenu fiskalnih pravila.

Ukoliko bi fiskalni savjet bio uveden, kao i u svim zemljama u kojima je implementiran, trebao bi, prema Calmforsu i Wren–Lewisu (2011), da zadovolji sljedeće principe:

1. Da obavlja funkciju čuvara fiskalne discipline, a da ne bude insitucija za predviđanje ili javno istraživanje;
2. Da ima makroekonomska znanja, a da ne bude revizorska institucija;
3. Da ima veliki stepen nezavisnosti od političkog sistema.

Crna Gora je usvajanjem Zakona o budžetu i fiskalnoj odgovornosti, u aprilu 2014. godine, uvela fiskalna pravila. Zakon je prepoznao da budžetski gotovinski deficit opšteg nivoa države ne smije biti veći od 3% BDP po tržišnim cijenama, javni dug ne smije biti veći od 60% BDP po tržišnim cijenama, dok ukupan iznos državnih garancija ne smije da pređe 15% BDP. Zakon takođe ograničava budžetski deficit organa lokalne uprave na nivo od 10% njenih prihoda u tekućoj godini.<sup>166</sup>

Uvođenjem fiskalnih pravila i Crna Gora se pridružila grupi od 76 ekonomija koje primjenjuju različite forme pravila, koja se posebno počinju implementirati posljednjih decenija. Uzimajući prethodno u obzir, a imajući u vidu makroekonomsku i fiskalnu poziciju države, fiskalnom politkom koja se odnosi na naredni srednjoročni period definisano je niz ciljeva koji su usmjereni u pravcu ostvarivanja održivog sistema javnih finansija, a koji podrazumijevaju:

1. Rast budžetskih prihoda u skladu s rastom BDP kroz smanjivanje sive ekonomije, intenziviranje naplate poreskog duga i realizaciju započetih i planiranih stranih direktnih investicija;
2. Smanjenje budžetskih izdataka na 32% BDP u 2015. godini;
3. Smanjenje deficita javnog sektora u 2013. godini na 1,4% BDP i uravnoteženi budžet u 2015 (0,5% BDP);
4. Uspostavljanje primarnog suficita u 2013. godini;
5. Postepeno povećanje kapitalnog budžeta do 2015. godini;
6. Ukidanje izdavanja garancija osim za razvojne projekte;
7. Kreiranje fiskalne rezerve, na minimalnom nivou od 60 miliona €;
8. Uspostavljanje trenda smanjivanja državnog duga u 2015. godini s nivoa od 46% BDP (Ministarstvo finansija, 2012, str. 15-17).<sup>167</sup>

Na osnovu pomenutih ciljeva, ključni planirani indikatori javnih finansija su u sljedećem srednjoročnom periodu prikazani u tabeli (20).

---

<sup>166</sup> Za detaljnije informacije pogledati: Službeni list RCG, 2014.

<sup>167</sup> Naravno, iz ove perspektive je evidentno da dobar dio postavljenih fiskalnih ciljeva nije ispunjen. Ovo se se odnosi kako na cilj koji se odnosi na primarni suficit, tako i na smanjivanje deficita javnog sektora i uspostavljanje trenda smanjenja javnog duga. Čak naprotiv, značajan broj tih indikatora bilježio je potpuno suprotne tendencije.

Inače, instrumentima i mjerama fiskalne politike koji joj stoje na raspolaganju, država ostvaruje čitavu lepezu ciljeva, od dugoročnih do kratkoročnih. Ciljevi fiskalne politike se ostvaruju kroz javne prihode, javne rashode, fiskalni deficit i javni dug. Imajući i u vidu činjenicu da instrumenti fiskalne politike predstavljaju skup državnih aktivnosti usmjerenih na primjenu javnih prihoda, javnih rashoda, budžeta, javnog zajma i ostalih institucija javnih finansija, u cilju postizanja dugoročnih ciljeva koji se pred fiskalnu politiku postavljaju, kao i primjenu režima eurizacije, dolazi se do zaključka da je važnost i značaj raspoloživog instrumentarijuma u Crnoj Gori izraženiji u odnosu na druge nedolarizovane ekonomije.

To znači da upravljanje javnim приходima, javnim rashodima, budžetom i javnim dugom, kao osnovnim instrumentima fiskalne politike u Crnoj Gori, kao i mjerama poput automatskih stabilizatora i diskrecionim mjerama kao ključnim mehanizmima za promjene u vrsti i veličini javnih prihoda i javnih rashoda, dobija presudan značaj jer je to praktično jedini način za regulisanje pritiska tražnje i ostvarivanje brojnih razvojnih i stabilizacionih ciljeva u Crnoj Gori.

Tabela 20: Indikatori javnih finansija u periodu 2012–2015. godine

Javne finansije	2012 Rebalans		2013		2014		2015	
	mil. €	% BDP	mil. €	% BDP	mil. €	% BDP	mil. €	% BDP
Izvorni prihodi	1282.23	37.66	1326.89	37.46	1391.71	37.03	1465.24	36.58
Porezi	803.91	23.61	838.01	23.66	889.63	23.67	937.25	23.40
Doprinosi	351.99	10.34	358.95	10.13	376.89	10.03	397.62	9.93
Takse	33.02	0.97	34.01	0.96	25.61	0.68	26.83	0.67
Naknade	51.39	1.51	52.76	1.49	54.48	1.45	56.35	1.41
Ostali prihodi	37.75	1.11	38.88	1.10	40.58	1.08	42.43	1.06
Primici od otplate kredita	4.17	0.12	4.29	0.12	4.51	0.12	4.76	0.12
Javna potrošnja	1361.94	40.00	1377.30	38.88	1423.76	37.89	1443.61	36.04
Tekuća javna potrošnja	1259.45	36.99	1290.30	36.43	1324.26	35.24	1335.98	33.35
Tekući izdaci	713.85	20.96	720.47	20.34	733.11	19.51	728.78	18.19
Transferi za socijalnu zaštitu	478.55	14.05	503.90	14.23	524.12	13.95	539.42	13.47
Transferi instit. pojed. NVO i javnom sekt.	52.73	1.55	52.37	1.48	53.34	1.42	53.99	1.35
Kapitalni budžet	102.49	3.01	87.00	2.46	99.50	2.65	107.63	2.69
Pozajmice i krediti	3.47	0.10	3.18	0.09	3.23	0.09	3.28	0.08
Rezerve	10.85	0.32	10.38	0.29	10.45	0.28	10.51	0.26
Suficit/deficit	-79.70	-2.34	-50.41	-1.42	-32.05	-0.85	21.63	0.54
Primarni suficit/deficit	-21.30	-0.63	26.82	0.76	55.92	1.49	105.89	2.64
Otplata duga	204.54	6.01	142.40	4.02	158.90	4.23	357.40	8.92
Otplata glavnice rezidentima	52.85	1.55	41.00	1.16	28.10	0.75	30.60	0.76
Otplata glavnice nerezidentima	57.46	1.69	58.50	1.65	90.90	2.42	289.20	7.22
Otplata obaveza iz prethodnog perioda	70.81	2.08	42.90	1.21	39.90	1.06	37.60	0.94
Otplata garancija	23.43	0.69	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Nedostajuća sredstva	-284.25	-8.35	-192.81	-5.44	-190.95	-5.08	-335.77	-8.38
Finansiranje	284.25	8.35	192.81	5.44	190.95	5.08	335.77	8.38
Pozajmice i krediti iz domaćih izvora	22.44	0.66	6.00	0.17	5.00	0.13	5.00	0.12
Pozajmice i krediti iz inostranih izvora	291.80	8.57	159.17	4.49	158.97	4.23	302.86	7.56
Donacije	2.00	0.06	2.00	0.06	2.00	0.05	3.00	0.07
Prihodi od privatizacije i prodaje imovine	18.00	0.53	18.00	0.51	18.00	0.48	18.00	0.45
Korišćenje depozita države	-50.00	-1.47	7.63	0.22	6.98	0.19	6.91	0.17

Izvor: Ministarstvo finansija

## 1.2. Analiza efekata fiskalne politike u Crnoj Gori

Relevantna teorijska i empirijska istraživanja u predkriznom periodu potvrđuju značaj fiskalne politike i važnost efekata koje postiže. Kratak postkrizni period otišao je čak i korak dalje, i još više naglasio njenu važnost i potrebu kvalitetnijeg njenog upravljanja u funkciji postizanja prethodno zacrtanih ciljeva, koji se mogu odnositi na punu zaposlenost, stabilnost cijena, poboljšanje platnog bilansa, podsticanje privrednog rasta, kao i preraspodjelu dohotka i imovine.

Riječju, fiskalna politika, kao jedan od najznačajnijih instrumenata ekonomske politike, proizvodi čitav niz različitih efekata koji se mogu grupisati u efekte tražnje i efekte likvidnosti, odnosno efekte stabilizacije, efekte stimulacije i efekte redistribucije. To s druge strane znači da mjere fiskalne politike mogu uticati na podsticanje privrednog rasta (efekat stimulacije), regulisanje nezaposlenosti i nivoa cijena (efekti stabilizacije) i na redistribuciju dohotka i imovine (efekti redistribucije).

Kada je o efektu stimulacije riječ, u Crnoj Gori je kao i u najvećem broju drugih zemalja aktuelna dilema da li u situaciji niske agregatne tražnje i privrednog rasta koji je značajno ispod potencijalno mogućeg treba povećanom javnom potrošnjom stimulirati privrednu aktivnost, ili bi, pak, trebalo nastaviti s „politikom stezanja kaiša“ i fiskalnom konsolidacijom koja podrazumijeva snižavanje javnih rashoda i fiskalnog deficita. U cilju pružanja adekvatnog odgovora na to pitanje potrebno je analizirati nekoliko faktora, od kojih su najvažniji – koliki je kvantitativni efekat povećanja javnih rashoda na obim proizvodnje (fiskalni multiplikator), kakve su mogućnosti za finansiranje visokog fiskalnog deficita izazvanog pomenutim fiskalnim stimulansom, kao i da li bi nivo racija javni dug/BDP, koji bi nastao usljed budžetskog deficita, u tom slučaju bio održiv.

Dakle, efekti fiskalne politike na privredni rast mogu se procjenjivati na osnovu veličine fiskalnog multiplikatora. S tim u vezi su u posljednjih nekoliko godina vršena teorijska i empirijska istraživanja posvećena procjeni veličine pomenutog multiplikatora. Tako su Romer i Bernstein (2009) na bazi starih Keynesovih modela izračunali da je veličina multiplikatora javne potrošnje u normalnim uslovima 1,6. S druge strane su Coenen, Straub et al. (2008), Cogan et al. (2010), Cwik i Wieland (2009), na osnovu DSGE modela, multiplikator javne potrošnje takođe u normalnim uslovima procijenili između 0,6 i 0,77 zbog djelovanja efekta istiskivanja.

Izetski, Mendoza i Vegh (2010) u ekstenzivnoj empirijskoj studiji koja obuhvata zemlje u razvoju i razvijene zemlje (u normalnim uslovima), zbog čega rezultati mogu biti primjenljivi i na Crnu Goru, procijenili dugoročni kumulativni multiplikator javne potrošnje u razvijenim zemljama na 0,85 a u zemljama u razvoju na 0,37. Riječju, pomenuti autori su došli do zaključka da je:

- Fiskalni multiplikator veći u razvijenim a manji u nerazvijenim ekonomijama;
- Fiskalni multiplikator blizu nule kod ekonomija koje koriste fleksibilne devizne kurseve;
- Fiskalni multiplikator manji kod otvorenijih privreda koje su izloženije međunarodnoj razmjeni;
- Fiskalni multiplikator blizu nule kod visoko zaduženih zemalja kod kojih je spoljni dug preko 50% BDP;

- Multiplikator vezan za javne investicije značajniji faktor za uticaj na porast proizvodnje za zemlje u razvoju u odnosu na razvijene zemlje.

Radi dobijanja objektivne slike o veličini fiskalnih multiplikatora u ovim okolnostima, potrebno je istaći i rezultate istraživanja koja su sproveli Romer i Burstein (2009) a koja pokazuju da je visina fiskalnog multiplikatora čak i veća od 3 u periodu nakon finansijske krize. Dok su nakon njih Barro i Redlick (2011) dokazali da je visina fiskalnog multiplikatora oko 1, kada je nezaposlenost veća od 12% (što je slučaj u Crnoj Gori).

Na osnovu pomenutog moguće je izvući opšti zaključak da je efekat primjene ekspanzivne fiskalne politike u vidu povećanja javnih rashoda, a u cilju ostvarivanja pozitivnog uticaja na privredni rast u Crnoj Gori skoro minimalan, a prostor za primjenu više nego ograničen. Ovo iz razloga što će Crna Gora u narednih nekoliko godina bilježiti fiskalne deficite, pa bi povećanje javne potrošnje radi stimulisanja proizvodnje produžilo trajanje deficita za još najmanje nekoliko godina. To bi bilo problematično zbog najmanje nekoliko razloga, od kojih treba izdvojiti limitiran pristup tržištima kapitala i skupe izvore finansiranja fiskalnih deficita koje treba očekivati u narednom periodu, odnosno činjenicu da bi finansiranje pomenutog povećanog deficita bilo neodrživo, uzimajući u obzir ukupan makroekonomski ambijent, kao i ekonomske tendencije koje se očekuju u Crnoj Gori.

Dodatno ograničenje predstavlja dinamika porasta javnog duga kao i postojeći nivo državnog duga Crne Gore, budući da je ratio državni dug/BDP na samoj granici predviđenoj Mاستrihtskim kriterijumima (grafik 45). Naime, državni dug je tokom 2013. godine rastao (na kraju 2013. godine iznosio je 58% BDP) pod uticajem preliivanja deficita budžeta, koji je u istoj godini bio veći od planiranog za 1% BDP i iznosio je 3,8% BDP (128,3 miliona eura).<sup>168</sup> Samo u odnosu na 2012. godinu državni dug je uvećan za 13,8%. Spoljni dug je, s druge strane, na kraju 2013. godine iznosio 43% BDP (1433 miliona eura) i u odnosu na kraj 2012. godine je bio veći za 10,7% (138 miliona eura). Inače, tendencija povećanja spoljnog duga u narednom periodu utiče na smanjivanje fiskalnog multiplikatora, što je jedan od nalaza pomenutog istraživanja.

Treba dodati i već ugroženu fiskalnu održivost, koja predstavlja drugi najveći rizik za finansijsku stabilnost Crne Gore.<sup>169</sup> Tome su naročito doprinjele ranjivosti iz prethodnog perioda – izdaci za aktivirane državne garancije, kamate za isplate po sudskim odlukama, nedovoljna akumulacija prihoda u privrednom sektoru kao i dalji rast javnog duga u odnosu na BDP (Savjet za finansijsku stabilnost, 2014; str. 60). Ako imamo u vidu i povećanu potrebu za finansiranjem krupnih kapitalnih projekata koji će izvjesno usložiti fiskalnu poziciju Crne Gore, kao i rizik od preliivanja novih recesionih tendencija i egzogenih šokova usljed razvoja nestabilnosti u bližem i daljem okruženju eurozone, kao i posljedice smanjenja raspoloživog dohotka u tim

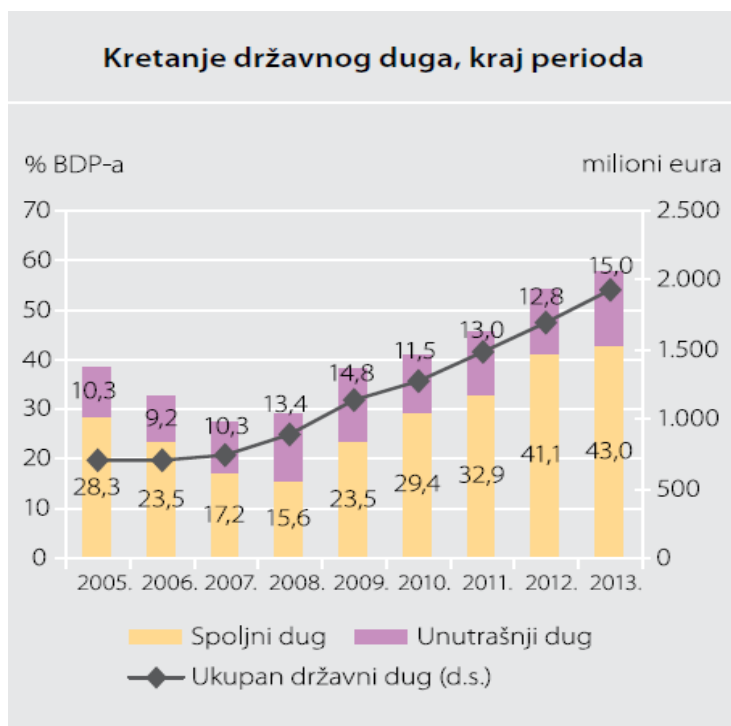
---

<sup>168</sup> Projekcija Ministarstva finansija.

<sup>169</sup> Prvi rizik se odnosi na spoljašnje okruženje zbog nedovoljnog oporavka zemalja EU kao i drugih glavnih ekonomskih partnera Crne Gore. Ključni kanali uticaja globalnim ekonomskim kretanjima su prije svega vezani za: uticaj cijena hrane i energenata, robna razmjena, uticaj spoljašnjeg okruženja na prihode od turizma, tokovi kapitala, strane direktne investicije i drugo.

zemljama koje bi takođe uzrokovale novi pritisak na javne finansije, dolazimo do zaključka da je fiskalni prostor za nova zaduživanja, nastao kao rezultat eventualnog povećanja javnih rashoda, već potrošen.

Grafik 45: Kretanje državnog duga (domaćeg i inostranog) u periodu od 2005. do 2013. godine



Izvor: Ministarstvo finansija

Opravdanost zaključka se još više potvrđuje ukoliko znamo da postoji i realan rizik od manjeg priliva stranih direktnih investicija od kojih je crnogorska ekonomija na žalost još uvijek zavisna, jer bi pad uzrokovao dalji pad agregatne tražnje, budžetskih prihoda i produbljivanje ionako izraženog problema nelikvidnosti na svim nivoima. Tako je neto priliv stranih direktnih investicija u 2013. godini bio manji za 29,8% u odnosu na 2012. godinu. To na najbolji mogući način potvrđuje postojanje prethodno pomenutog rizika, budući da smanjenje prihoda po tom osnovu predstavlja opasnost za model rasta crnogorske ekonomije, koji na žalost, dobrim dijelom zavisi od visoke potrošnje i visokog uvoza, zbog čega ga između ostalog i treba mijenjati.

Moramo takođe imati u vidu da je fiskalni multiplikator kod otvorenih privreda manji u odnosu na one koje to nijesu, što su i potvrdili nalazi prethodno pomenutog istraživanja Barroa i Redlicka (2011), kao i činjenicu da je upravo crnogorska ekonomija mala, ali i visoko otvorena. Možemo zaključiti da u postojećim okolnostima fiskalni podsticaj u vidu povećanja javne potrošnje ne bi imao dovoljan uticaj na stimulisanje proizvodnje, dok je s druge strane i prostor za njegovo uvođenje, kao i samo finansiranje veoma ograničen. To s druge strane znači da je fiskalno prilagođavanje ipak znatno prihvatljivija opcija od insistiranja na povećanju javne potrošnje usmjerenom u pravcu podsticanja privredne aktivnosti. Zbog toga u narednom periodu treba u skladu s makroekonomskim ambijentom nastaviti sa



započetom konsolidacijom javnih finansija i vođenjem restriktivne fiskalne politike u dijelu tekuće javne potrošnje.

Javna potrošnja se mora prilagoditi fiskalnom kapacitetu privrede i stanovništva, kako bi se izbjeglo povećanje fiskalnih deficita i dodatno zaduživanje u situaciji pogoršanih uslova na domaćem i međunaordnom tržištu kapitala. Otplata povećanih glavnica i visokih kamata može bitno ugroziti privredni rast države. Dinamika rasta javnog duga mora biti zaustavljena, jer je to jedan od bitnih preduslova za obezbjeđivanje makroekonomske stabilnosti i fiskalne održivosti Crne Gore.

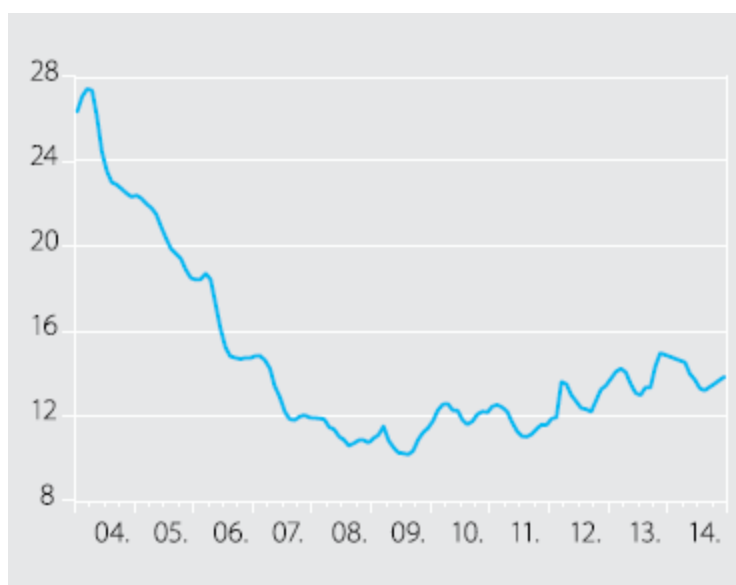
Efekat stabilizacije se najčešće u teoriji ostvaruje kroz uticaj fiskalne politike na stopu nezaposlenosti i nivo cijena. Kada je o prvom pokazatelju riječ, činjenica je da je u Crnoj Gori jedan od najizraženijih makroekonomskih poremećaja neprihvatljivo visoka stopa nezaposlenosti, ponajviše nastala kao rezultat strukturne nezaposlenosti, neusklađenosti ponude i tražnje radne snage, velikog obima neregistrovane nezaposlenosti, neusklađenosti obrazovnog sistema s potrebama privrede, sporijeg rasta ekonomije i, s tim u vezi, smanjenog potencijala za rast zaposlenosti. Zbog toga se, između ostalog, potrebnim nameće korišćenje instrumentarijuma fiskalne politike u pravcu stabilizovanja pomenutih devijacija. Opravdanost korišćenja odgovarajućih instrumenata fiskalne politike na nivo zaposlenosti dokazuju brojna teorijska i empirijska istraživanja, poput Monacelli, Perotti i Trigari (2010) i Holdmen i Sparman (2011).

Negativni efekti ekonomske krize koji su u Crnoj Gori posebno došli do izražaja tokom 2009. godine uticali su na tržište rada na način što je smanjen broj zaposlenih, posebno u industrijskom sektoru, odnosno prerađivačkoj industriji i sektoru vađenja ruda i kamena, koji je i najviše pogođen krizom.<sup>170</sup> Uticaj ekonomske krize na tržište rada počeo se jače osjećati od četvrtog kvartala 2009. godine, od kada je prisutan trend pada tražnje za radnom snagom i rast ponude radne snage, zbog čega je u konačnom stopa nezaposlenih blago počela da raste. Kretanje stope nezaposlenosti od 2004. godine se može vidjeti na grafiku (46):

---

<sup>170</sup> Prema podacima Zavda za zapošljavanje Crne Gore, stopa nezaposlenosti je u 2007. godini iznosila 12,6%, u 2008. godini 11,3%, u 2009. godini 11,6%, dok je u 2010. godini iznosila 11,8%. Podaci o stopi nezaposlenosti iz Ankete o radnoj snazi koji sprovodi MONSTAT su nešto drugačiji ali pokazuju sličan trend kretanja. Tako je u 2007. godini stopa iznosila 19,4%, dok je u 2008. značajno smanjenja na nivo od 16,9%. Nakon ovog perioda, stopa opet pokazuje trend rasta i to na 19,2% u 2009. godini i 19,9% u 2010. godini.

Grafik 46: Kretanje stope nezaposlenosti u periodu od 2004-2014. godine



Izvor: Centralna banka Crne Gore, 2014; str. 85.

Strateška dokumenta iz oblasti zapošljavanja prepoznaju čitav niz sinhronizovanih mjera i instrumenata, pa i iz domena fiskalne politike, usmjerenih u pravcu generisanja veće zaposlenosti, odnosno stvaranja ravnoteže između fleksibilnosti, produktivnosti i sigurnosti tržišta rada. Pomenute mjere obuhvataju:

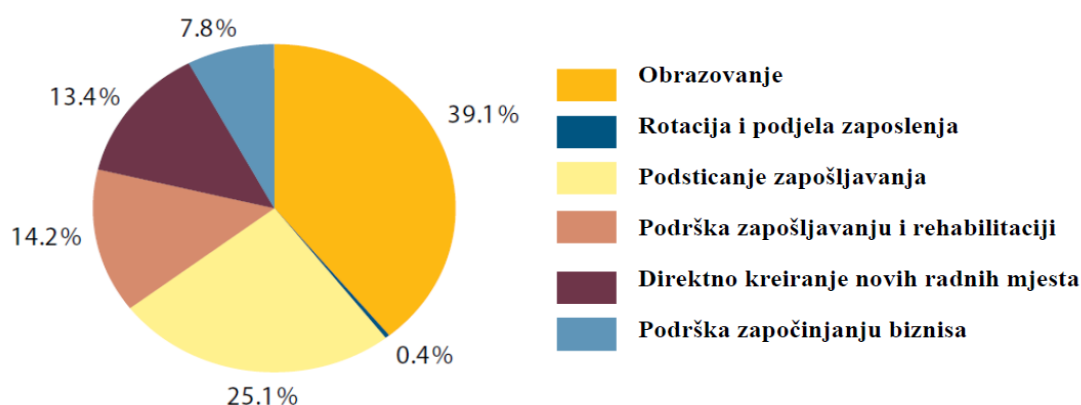
- Izmjenu radnog zakonodavstva;
- Veću podršku ostvarivanju prava zaposlenih i unaprjeđivanje uslova za zdravlje i bezbjednost na radu;
- Smanjivanje motivisanosti za zapošljavanje van okvira formalne ekonomije;
- Podsticanje socijalnog dijaloga;
- Obezbjedenje adekvatne ponude radne snage;
- Dalje unaprjeđenje biznis okruženja;
- Podsticanje stvaranja novih radnih mjesta kroz razvoj klastera, i sl.<sup>171</sup>

Rashodi namijenjeni politikama na tržištu rada na nivou EU 27 zemalja u 2010. godini su u prosjeku iznosili 2,2% BDP. S druge strane, ključne mjere koje se koriste za intervenisanje na tržištu radne snage u zemljama EU, kao i njihovo procentualno učešće u ukupnim rashodima namijenjenim intervencijama na tržištu rada, prikazane su na grafiku (47):

---

<sup>171</sup> Za detaljnije informacije pogledati: Ministarstvo rada i socijalnog staranja, 2007; Ministarstvo rada i socijalnog staranja 2012.

Grafik 47: Struktura rashoda za realizaciju politika na tržištu rada u zemljama Evropske unije



Izvor: European Social Statistic, 2013; str. 168.

Moramo takođe imati u vidu i činjenicu da je posebno istraživanje o problemima u poslovanju crnogorskih preduzeća ukazalo<sup>172</sup> da su ključni problemi iz sfere tržišta rada s kojima se suočavaju preduzeća u Crnoj Gori: nedovoljno obrazovana radna snaga (11,2%), restriktivna regulativa na tržištu rada (8,2%) i niska radna etika domaće radne snage (5,3%).

Generalno rečeno, ciljevi politike, koji su na najdirektniji način povezani s fiskalnom politikom, poput makroekonomske stabilnosti, povoljnog poslovnog okruženja, investicije u ljudski kapital i vladavina prava, od suštinskog su značaja i za privredni rast, ali i za otvaranje novih radnih mjesta. Na to je potrebno nadovezati dobro osmišljene politike rada, ali i strateške politike koje će odrediti koja radna mjesta će najviše doprinijeti razvoju.

Mogući (novi) model rasta crnogorske ekonomije, koji bi svakako obezbijedio i veću stopu zaposlenosti, a čiji je fiskalna politika svakako bitan segment, prema pojedinim autorima može se zasnivati na izgradnji nacionalnog inovacionog sistema, čiji su fundamenti – Univerzitet i istraživački centri, poslovni inkubatori, tehnološki parkovi, klasteri, tzv. zelene strane direktne investicije (eng. Green Field Investment) kao sastavni dio nacionalnog inovacionog sistema, te ICT i razvoj obrazovnog sistema (Popović, 2010, str. 253-267). Dakle, kako bi se u narednom periodu ubrzao rast zaposlenosti, Crna Gora bi u dugom roku morala da se fokusira na onu fiskalnu politiku zasnovanu na produktivnosti koja podstiče znanje, a u kratkom roku na održivost fiskalnog sektora, s obzirom da je fiskalna konsolidacija u ovom momentu prioritet, imajući u vidu ključne zabrinjavajuće fiskalne indikatore. Ovo do sada nije bio slučaj s obzirom da je u periodu od 2000. do 2010. godine privredni rast pokretan akumulacijom kapitala, znatno manjim dijelom doprinosom rada, a bez skoro ikakvog doprinosa od strane produktivnosti.

<sup>172</sup> Pogledati: World Economic Forum, 2009.

Takođe moramo imati u vidu da je ekonomska analiza nedvosmisleno dokazala da samo one ekonomije koje imaju visok nivo investicija u ljudski kapital i znanje, zbog činjenice da u tom slučaju granična stopa prinosa raste, bilježe visoke stope privrednog rasta, odnosno visoke stope zaposlenosti u dugom roku. Isto tako je potrebno naglasiti da je ulaganje u nauku odnosno obrazovanje u Crnoj Gori značajno manje u odnosu na prosjek u EU. Na osnovu pomenutog dolazimo do zaključka da mjere fiskalne politike usmjerene u tom pravcu moraju biti značajno zastupljenije u Crnoj Gori nego što je do sada bio slučaj. Ovo iz razloga što je doprinos znanja u širem smislu stopi rasta ekonomije u Crnoj Gori prema najnovijim istraživanjima 6,27%, dok je taj doprinos u ostalim razvijenim i manje razvijenim državama između 35% i 40% (Madison, 1972, 1978, 1995) – (Popović, 2010, str. 13).

Uz to je pored ostalih mjera koje treba primjenjivati, neophodno u okviru mjera fiskalne politike nastaviti s povećanjem efikasnosti aktivnih mjera zapošljavanja realizovanog kroz različite programe posredstvom Zavoda za zapošljavanje, dok se zbog podsticanja poreske konkurentnosti za zemljama regiona korisnim čini uvođenje raznovrsnih poreskih podsticaja i poreskih olakšica za novo zapošljavanje, kao i investicije u nedovoljno razvijena područja u Crnoj Gori. Opravdanost korišćenja ovakve vrste fiskalne politike u stabilizacione svrhe su nedavno dokazali Feldstein (2009) i Tcherneva (2011).

Izdašnija kreditna podrška za samozapošljavanje, te stvaranje preduslova za razvoj socijalnog preduzetništva, takođe je aktivnost koja u narednom periodu mora biti implementirana. Zbog problema rada u neregistrovanim djelatnostima, kao i neregistrovanog rada u registrovanim djelatnostima,<sup>173</sup> potrebno je intenzivirati aktivnosti na implementaciji započetih mjera protiv sive ekonomije koje se tiču tržišta rada.<sup>174</sup> Osim toga, nastavak unaprjeđenja biznis okruženja, te intenziviranje rada na razvoju klastera, posebno onih koji povezuju poljoprivredu i turizam, jesu takođe neophodne mjere koje je u narednom periodu potrebno primijeniti.<sup>175</sup>

Iako tradicionalna literatura nalaže da se primjenom odgovarajućeg instrumentarijuma restriktivne fiskalne politike, preko regulisanja agregatne tražnje, kroz mnoštvo različitih kanala može uticati na nivo cijena (sniženje transfernih davanja, povećanje poreskog opterećenja, smanjenje poreskih olakšica, smanjenje javnih rashoda i slično), većina ekonomista u predkriznom periodu nije blagonaklono gledala na korišćenje diskrecione fislne politike u svrhe ostvarivanja stabilnog nivoa cijena, što svakako nije slučaj u postkriznom periodu.

Teorijski posmatrano, korišćenje režima eurizacije u Crnoj Gori trebalo bi da obezbijedi nisku stopu inflacije koja bi bila približno jednaka stopi inflacije u zemlji „rezervne valute“. Eurizacija je u konačnom i doprinijela uspostavljanju cjenovne stabilnosti u srednjem roku. Međutim, usljed nemogućnosti korišćenja ključnih instrumenata monetarne politike u stabilizacione svrhe, uticaj na stopu inflacije se

---

<sup>173</sup> Prema podacima iz Nacionalne strategija zapošljavanja i razvoja ljudskih resursa 2012-2015, od ukupnog broja registrovanih zaposlenih, 17.5% ima djelimično registrovanu zaradu.

<sup>174</sup> Vidjeti: Ministarstvo finansija, 2013.

<sup>175</sup> Vidjeti na primjer: Centralna banka Crne Gore, 2013.

dominantno može ostvarivati preko instrumentarijuma fiskalne politike, s obzirom na njenu presudnu ulogu u upravljanju pritiscima tražnje.

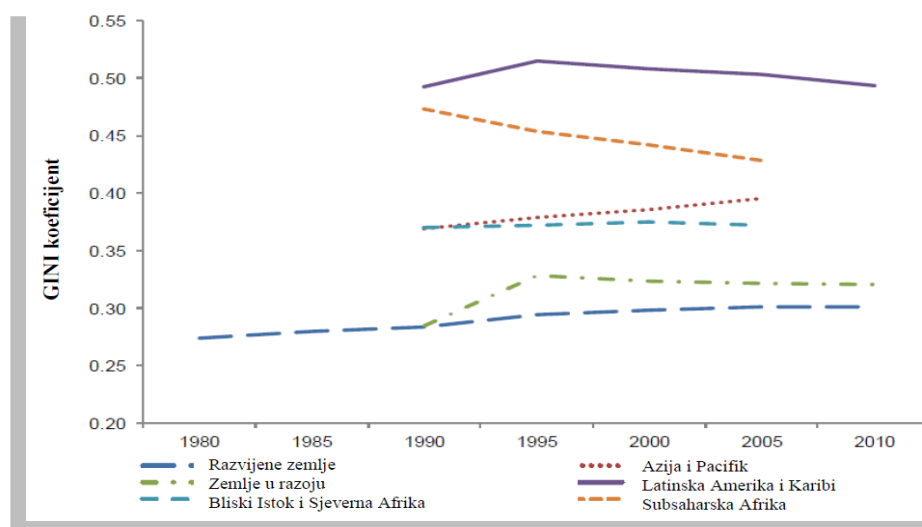
Inflacija u Crnoj Gori najčešće nastaje kao rezultat inflacije troškova i strukturne inflacije, odnosno kao posljedica eksternih faktora, i najčešće ima karakter uvezene inflacije. Ipak, na čitav niz različitih faktora koji mogu uticati na rast cijena, a koji se mogu grupisati u interne i eksterne, koji nastaju kao posljedica poremećaja agregatne tražnje, moguće je kvalitetno odreagovati jedino diskrecionom fiskalnom politikom u Crnoj Gori, usmjerenom u pravcu ograničavanja agregatne tražnje primjenom restriktivne fiskalne politike u funkciji ostvarenja kontracikličnog efekta.

Neke od mjera iz domena fiskalne politike koje mogu imati stabilizacioni efekat na nivo cijena u Crnoj Gori su: politika budžetskog suficita zbog prihvatanja postulata ciklične a ne stalne budžetske ravnoteže; realizacija fiskalnih reformi usmjerenih u funkciji poboljšanja poslovnog ambijenta, smanjivanje nivoa javne potrošnje, posebno u dijelu zarada u javnom sektoru zbog njenog djelovanja na inflaciju tražnje; prilagođavanje fiskalnog opterećenja na grupe proizvoda koju mogu biti uzročnici inflatornih kretanja; nastavak strukturnih reformi, i druge. Međutim, iskustvo iz 2007. i 2008. godine, kada je u Crnoj Gori bio prisutan evidentan inflatorni rast koji je bio značajno veći od uobičajenog, govori nam da je fiskalna politika u tom periodu u pojedinim slučajevima (rast bruto zarada u 2007. godini za čitavih 30%) imala karakter ekspanzivne, a ne restriktivne fiskalne politike. Ovo je predstavljalo snažan podsticaj inflaciji tražnje, što nam daje za pravo da konstatujemo da fiskalna politika nije tada imala potreban kontracikličan karakter.

Fiskalna politika, kao dio ekonomske politike, pored efekta stimulacije i efekta stabilizacije, ostvaruje i efekat redistribucije. S obzirom da se primarna raspodjela obavlja na tržištu kroz mehanizam cijena, sekundarna raspodjela se vrši između države koja je na jednoj strani, i privrede i stanovništva na drugoj. Upravo se putem fiskalne politike, vrši redistribucija dohotka ili otklanjanje nepravilnosti koje nastaje u okviru primarne raspodjele, u okviru koje poseban značaj imaju progresivno oporezivanje dohotka i transferi za socijalnu zaštitu. Progresivnim oporezivanjem dohotka u teorijskom smislu se postiže ublažavanje nejednakosti u dohocima koji su ostvareni u procesu raspodjele, pri čemu takođe treba voditi računa o tome da se na taj način doprinosi i smanjivanju efikasnosti s obzirom da pojedinci mijenjaju svoje ponašanje u želji da izbjegnu redistributivne efekte pomenutog poreza. Međutim, kako poreski sistem u cjelini nema karakter progresivnosti, jer postoje brojni regresivni učinci poreza koji na neki način neutrališu prethodno pomenutu progresivnost poreza na dohodak, raste značaj korišćenja specifičnih vrsta transfera koji dodatno utiču na smanjenje nejednakosti u raspodjeli.

Mjerenje nejednakosti u raspodjeli se vrši na razne načine, a najčešće se koriste šire mjere nejednakosti za čije prikazivanje se koristi Lorencova kriva i Dalton–Atkinsonovo pravilo, odnosno takozvani GINI koeficijent, kao numerički pokazatelj neravnomjernosti raspodjele dohotka u društvu. S tim u vezi, trendove vezane za nejednakost dohotka mjerenu GINI koeficijentom u predkriznom periodu možemo vidjeti na grafiku (48). Zaključujemo da su razlike u nejednakosti dohodaka između regiona veće nego promjene u nejednakosti dohodaka unutar pojedinih regiona.

Grafik 48: Trendovi vezani za nejednakosti u raspodjeli dohotka u svijetu



Izvor: Bastagli, Coady i Sanjeev, 2012; str. 8.

Također, treba imati u vidu da je fiskalna politika odigrala značajnu ulogu u smanjenju nejednakosti u raspodjeli dohodaka u razvijenim ekonomijama, posebno u onima s izraženijim nejednakostima. Prema podacima OECD-a, u svakoj godini u periodu od 1985. do 2005. godine, fiskalna politika odnosno uticaj direktnih poreza, a posebno socijalnih transfera, smanjio je GINI koeficijent za jednu trećinu, odnosno za 15%, pri čemu je redistributivni efekat fiskalne politike bio izraženiji do 90-tih godina, kada je postepeno počeo da slabi (OECD, 2008).

Za razliku od razvijenih zemalja, kod zemalja u razvoju redistributivni efekat fiskalne politike je ograničen zbog niskih poreza i socijalnih transfera, ali i oslanjanja na regresivne poreske instrumente.<sup>176</sup>

Crna Gora po dostupnim podacima još uvijek ima manje izražene nejednakosti u raspodjeli dohodaka, nego što su prosjeci u zemljama Evrope i Centralne Azije. GINI koeficijent u Crnoj Gori je u 2010. godini bio 24,3, i bio je manji od 31,9 koliko je iznosio u zemljama Evrope i Centralne Azije. Međutim, GINI koeficijent pokazuje rast nejednakosti u Crnoj Gori u 2011. godini, dostižući nivo od 25,9.

S druge strane, potrebno je istaći da je primjena jedinstvene proporcionalne poreske stope uklonila automatske stabilizatore iz poreskog sistema, što je značajno pojačalo elemente procikličnosti u poreskom sistemu Crne Gore. To može da bude posebno opasno kod pojave eksternih šokova tražnje, zbog povećanog oslanjanja na uvoz kao značajnog izvora fiskalnih prihoda, uglavnom vezanih za porez na dodatu vrijednost.

Zbog odsustva progresivnosti u oporezivanju, poreski sistem Crne Gore biva izložen djelovanju regresivnih poreskih instrumenata, ponajviše PDV-a. Praktično jedini

<sup>176</sup> S tim u vezi pogledati na primjer: Immervoll et al. (2006), Gemmill i Morrissey (2005), Cubero i Hollar (2010) i Coady (2006).

način za smanjivanje nepravilnosti u raspodjeli dohotka, predstavlja korišćenje transfera za socijalnu zaštitu. Pomenuta činjenica, uzeta u obzir zajedno s procikličnim elementima poreskog sistema Crne Gore, upućuje nas na zaključak da je izazov za redistributivnu fiskalnu politiku posebno izražen.

Zbog pogoršanja gotovo svih fiskalnih parametara u Crnoj Gori, neophodnim se nameće insistiranje na racionalnoj budžetskoj potrošnji, zbog čega i u narednom srednjoročnom periodu akcenat treba biti stavljen na nastavak fiskalnog prilagođavanja, odnosno fiskalnu konsolidaciju. Takva orijentacija fiskalne politike će po pravilu ostaviti traga i na nejednaku raspodjelu dohotka, na način što će nejednakost učiniti izraženijom.

Fiskalna konsolidacija ostvaruje uticaj na ekonomsku nejednakost na način što smanjuje autput i povećava nezaposlenost na kratak rok, što je obično povezano sa smanjivanjem plata,<sup>177</sup> dok s druge strane smanjivanje plata podstiče povećanu nejednakost zbog relativno većeg učešća zarada s nižim primanjima u ukupnim prihodima.<sup>178</sup> Konsolidacija će takođe uticati i na nivo i strukturu poreza i transfera, kao ključnih instrumenata za ostvarivanje redistributivnih ciljeva fiskalne politike. Nejednakost u prihodima će imati tendenciju povećanja ukoliko se država više oslanja na poreske prihode po osnovu indirektnih poreza karakterističnim po regresivnim učincima, što jeste slučaj u Crnoj Gori. Ovdje posebno treba dodati i to da fiskalna prilagođavanja u zemljama u razvoju, zbog veličine samog prilagođavanja, imaju značajan uticaj na dohodak i stopu nezaposlenosti, što u dugom roku može da utiče da se riješe makroekonomske neravnoteže zbog kojih se prilagođavanje i sprovodi, ali će na kratak rok svakako doprinijeti povećanju nejednakosti.<sup>179</sup> Posebno ukoliko ne postoje automatski stabilizatori koji bi pomenute efekte ublažili. Sve su to činjenice koje povećavaju očekivanje da će tendencije vezane za povećanje nejednake raspodjele dohotka biti prisutne u Crnoj Gori u periodu trajanja fiskalne konsolidacije, koja se inače relativno konkretnije sprovodi počev od 2009. godine.

## **2. Politika likvidnosti u Crnoj Gori**

### **2.1. Strateški izbor monetarnog režima u Crnoj Gori**

Sušтина strateškog izbora monetarnog režima svodi se na adekvatan odabir nominalne varijable koja će poslužiti kao target za monetarnu politiku. Važnost intermedijarnih targeta sastoji se u činjenici što centralne banke nijesu u mogućnosti da direktno utiču na krajnji cilj monetarne politike. Zato se najčešće primjenjuje targetiranje deviznog kursa, targetiranje monetarnih agregata, targetiranje inflacije i targetiranje nominalnog društvenog proizvoda. Odabir adekvatne strategije monetarne politike posebno je važan element u kontekstu činjenice da će od toga dobrim dijelom zavisiti i nivo inflacionih očekivanja, koja se moraju držati na niskom nivou budući da se na osnovu

---

<sup>177</sup> Pogledati na primjer: Blanchard i Perotti, 2002; str. 1329–68; International Monetary Fund, 2012.

<sup>178</sup> Pogledati na primjer: Jenkins, Brandolini i Nolan, 2012.

<sup>179</sup> Vidjeti: Agenor, 2004; str. 351–408.

prosječne stope inflacije, u konačnom, dominantno mjeri uspješnost centralne banke kao menadžera monetarnog sistema.

Pod zvaničnom dolarizacijom (eurizacijom), koja je primijenjena u Crnoj Gori, podrazumijeva se prihvatanje strane valute koja postaje jedino legalno platežno sredstvo. Ipak, mora se naglasiti da se zvanična eurizacija u Crnoj Gori nije realizovala kao konsenzualna eurizacija, već kao unilateralna eurizacija bez sporazuma s ECB, ali sa specifičnom vrstom naknadnog priznanja od strane Evropske komisije tokom procesa pregovaranja o Sporazumu o stabilizaciji i pridruživanju, koja je imala u vidu izuzetne okolnosti koje su bile prisutne u zemlji u trenutku uvođenja eurizacije.<sup>180</sup>

Činjenica je da unilateralna eurizacija koja je primijenjena u Crnoj Gori nije u skladu s relevantnom evropskom legislativom,<sup>181</sup> koja predviđa mogućnost uvođenja eura kao krajnju tačku procesa strukturne konvergencije u okviru multilateralnog okvira, te mogućnost uvođenja eura tek nakon ispunjavanja svih potrebnih kriterijuma, što nije bio slučaj u Crnoj Gori. Pravila ECB zabranjuju unilateralnu eurizaciju, pri čemu je eurizacija u Crnoj Gori specifična, i sprovedena je prije nego što je donijeta jasna odluka od strane ECB. Na osnovu toga se može zaključiti da će se implikacije monetarnog režima u Crnoj Gori konačno razraditi tokom pregovora o pristupanju EU.

Ekonomska teorija je dala dovoljno odgovora na pitanja koje su prednosti i koji su nedostaci primjene pomenutog režima monetarne politike, dok s druge strane ne postoji dovoljan konsenzus o tome kada preporučiti primjenu ovog režima. Ovo iz razloga što odgovor na ovo pitanje ponajviše zavisi od čitavog niza faktora karakterističnih za pojedine zemlje, poput veličine, finansijske strukture, ekonomske i monetarne istorije, nivoa deviznih rezervi, ekonomskih i trgovinskih odnosa s inostranstvom, i slično.

Primjenom pune eurizacije, Crna Gora je u teorijskom smislu trebala da se suoči s posljedicama čitavog niza prednosti i nedostataka karakterističnim za pomenuti režim monetarne politike. Ranija relevantna literatura je pokazala da primjena dolarizacije zaista ograničava mogućnost zloupotrebe monetarne politike, smanjenje stopu inflacije i primiče je inflaciji zemlje rezervne valute, stabilizuje autput, smanjuje realne kamatne stope,<sup>182</sup> povećava fiskalnu disciplinu i olakšava uvođenje tvrdog

---

<sup>180</sup> Centralna banka je pripremila Program aktivnosti konverzije DEM u EUR, koji je sproveden na bazi čitavog niza pravnih akata i uputstava – Odluka o otkupu valuta eurozone“, Sl. List RCG, br. 45/02, Uputstvo o načinu i postupku konverzije DEM i drugih valuta eurozone, Sl. List RCG, br. 64/01 i 14/02, na osnovu kojih je i izvršena zamjena njemačke marke za euro u periodu od januara 2002. godine do marta 2002. godine.

<sup>181</sup> ECOFIN savjet je na sjednici od 7.11.2000. godine u zaključcima o strategijama deviznih politika država koje pristupaju Evropskoj uniji precizno naveo da „svako jednostrano usvajanje jedinstvene valute putem eurizacije u suprotnosti je sa osnovnim ekonomskim obrazloženjem EMU u Ugovoru, koji predviđa eventualno usvajanje eura kao krajnje tačke i rezultata strukturiranog procesa konvergencije u multilateralnom okviru. Stoga, jednostrana eurizacija nije način za preskakanje faza predviđenih Ugovorom o usvajanju eura“ (2301 Savjet ministara – ECOFIN 12925/00 (Press 417) od 7.11.2000. godine.)

<sup>182</sup> Postepeno smanjivanje kamatnih stopa je realno očekivati, ali ne i njihovo automatsko izjednačavanje sa visonom kamatnih stopa zemlje čija se valuta koristi.



budžetskog ograničenja, eliminiše valutni rizik, pospješuje spoljnu trgovinu,<sup>183</sup> utiče na razvoj domaćeg finansijskog sektora, eliminiše transakcione troškove, i slično. Bogetić (2000) sugerije da bi dolarizacija pozitivno mogla uticati i na distribuciju dohotka, budući da će smanjiti inflaciona očekivanja te samim tim i nivoi zabilježene inflacije u ekonomiji, što će se pozitivno odraziti na redistribuciju na način što neće biti potrebno koristiti se novom imovinom da bi se postojeća zaštitila od obezvrjeđivanja. S druge strane, ni troškovi primjene dolarizacije nijesu mali, i odnose se na gubitak nezavisnosti monetarne politike, gubitak emisione dobiti (najčešće se kreće u rasponu od 1% do 2% BDP), mogući gubitak deviznih rezervi i mogućnosti korišćenja inflatornog poreza u izuzetnim okolnostima, eventualno smanjivanje mogućnosti za primjenu funkcije kreditora krajnje instance, čitav niz jednokratnih troškova, i slično.<sup>184</sup> Najbolji način da se dođe do zaključka da li je eurizacija u nekoj zemlji dala rezultat jeste poređenje ostvarenih oristi i troškova koje je donijela državi koja je primijenila ovaj režim monetarne politike.

I pored činjenice da je Crna Gora zadovoljavala dobar dio teorijskih preduslova za uspješno sprovođenje eurizacije – poput male veličine zemlje, iskustva s hiperinflacijom, zanemarljivim prihodima od senjoraže, otvorenosti ekonomije koja se ogledala visokim učešćem spoljnotrgovinske razmjene s inostranstvom i slično, s pravom se postavlja pitanje da li bi primjena režima tvrdog vezivanja deviznog kursa – valutnog odbora, dala bolje rezultate u odnosu na one postignute opredjeljenjem za dolarizaciju.<sup>185</sup> Od primjene sopstvene valute čini se da se s pravom odustalo uzimajući u obzir prethodna, više nego dramatična, iskustva s kojima smo se na ovim prostorima suočavali, kao i nizak kredibilitet kreatora monetarne politike koji je kao posljedica pomenutih iskustava nastao.

Iz ove perspektive gledano, eurizacija je Crnoj Gori donijela priličan broj pozitivnih efekata koje je, na osnovu dosadašnjih teorijskih i empirijskih saznanja o ovom monetarnom režimu, bilo realno za očekivati. Tu prije svega treba istaći: obaranje stope inflacije, povećanje fiskalne discipline, razvoj bankarskog sistema, rastući trend štednje, stabilizaciju autoputa, kao i čitav niz drugih faktora koji su nakon uvođenja eurizacije bili evidentni.

Ključni rizik koji je često istican odnosio se na pretpostavku o „odlivu eura“ iz Crne Gore zbog za nju kakaketrističnog tradicionalnog budžetskog i spoljnotrgovinskog deficita. Međutim, učešće novčane mase u bruto domaćem proizvodu je nakon uvođenja eurizacije iz godine u godinu raslo, tako da je samo u periodu od 2003. do 2007. godine učešće M2 u BDP četiri puta povećano, čime je Crna Gora postala „snabdjevenija novcem“ od svih zemalja regiona, pa čak i od EU (učešće M2 u BDP u Crnoj Gori je 2007. godine iznosio 114,3%, dok je u EU iznosio 98%, u Hrvatskoj 71,6%, u Srbiji 36,4%), što samo govori da je proces remonetizacije privrede išao

---

<sup>183</sup> Vidjeti rezultate do kojih je došao Rose (2000) ispitujući efekat koji dolarizacija ima na spoljnu trgovinu, koristeći ekonometrijske modele.

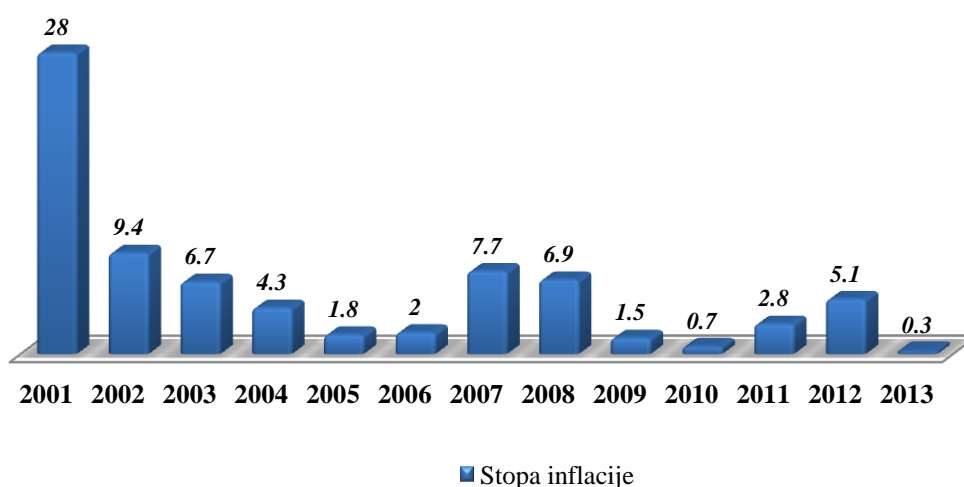
<sup>184</sup> Čitav niz autora se bavi prednostima i nedostacima dolarizacije. Pogledati na primjer: Quispe-Angoli, 2002; str. 7-9; Berg i Borestein, 2000; Winkler, Adalbert, et al., 2004; i drugi.

<sup>185</sup> Vidjeti na primjer zapažanja povodom analize aranžmana valutnog odbora kao alternative eurizaciji u Crnoj Gori: Lakić, 2006; str.167-178; Lakić, 2006.

veoma brzo.<sup>186</sup> To se dijelom može pripisati povećanim povjerenjem koje je eurizacija donijela sa sobom, ali bi pogrešno bilo zaključiti da je to jedini i ključni faktor koji je doprinio takvim tendencijama.

Stopa inflacije<sup>187</sup> je takođe drastično smanjena, sa 28% koliko je iznosila u 2001. godini (mjerena indeksom cijena na malo), u srednjem roku se približila inflaciji zemlje čija se valuta koristi, dok je godišnja inflacije mjerena potrošačkim cijenama u decembru 2013. godini iznosila 0.3%.<sup>188</sup> Grafik (49) pokazuje da je smanjivanje stope inflacije, kao još jedna od prednosti uvođenja režima eurizacije u Crnoj Gori, takođe ostvarena:

Grafik 49: Kretanje stope inflacije u periodu od 2001. do 2013. godine



Izvor: Monstat

Paralelno s tendencijama koje su inflaciju učinile relativno prihvatljivom, došlo je i do značajnog razvoja bankarskog sistema u Crnoj Gori, na način što je učešće aktive banaka u BDP poraslo sa 23,2% u 2003. godini na 88,6% na kraju 2013. godine.

Pozitivni trendovi su nakon uvođenja eurizacije značajno pospješili i fiskalnu disciplinu, na način što je, na primjer, nivo budžetskog deficita sa 20%, koliko je iznosio u godini uvođenja eurizacije, opao na nivo koji je manje–više u okviru Mاستrihtskih kriterijuma posljednjih godina. Tako je budžetski deficit u 2013. godini iznosio 3,8% BDP.

---

<sup>186</sup> Najširi monetarni agregat u Crnoj Gori M21 je nakon uvođenja eurizacije iz godine u godinu rastao – 2004. godine rast 10,6%; 2005. godine rast 58,7%; 2006. godine rast 82,9%; 2007. godine rast 71,9%. Centralna banka u zvaničnim publikacijama nakon 2007. godine ne prikazuje visinu monetarnih agregata.

<sup>187</sup> Godišnja stopa inflacije u Crnoj Gori, mjerena harmonizovanim indeksom potrošačkih cijena (HICP), koji predstavlja metodološki standard za EU godišnja stopa inflacije iznosila je 0,4% u 2013. godini, dok je, poređenja radi, po istoj metodologiji godišnja stopa inflacije u EU iznosila 1%.

<sup>188</sup> Monstat.

Primjena eurizacije u Crnoj Gori je svakako imala pozitivan uticaj i na uspostavljanje tendencije rasta BDP, praćenog velikim prilivom stranih investicija, prisustvom značajnog iznosa portfolio investicija, izrazitim razvojem turizma, i slično. Najbolja potvrda takve tvrdnje je pokazatelj da je od 2002. do 2013. godine, prosječna stopa rasta BDP<sup>189</sup> iznosila 3,8%, što je na zavidnom nivou, uzimajući u obzir činjenicu da se od kraja 2008. godine Crna Gora suočava sa posljedicama Velike ekonomske krize.<sup>190</sup>

U svakom slučaju, pogrešno bi bilo zanemariti pozitivne tendencije koje su bile prisutne u Crnoj Gori u periodu nakon uvođenja zvanične eurizacije. Međutim, pogrešnije bi bilo vezivati sva pozitivna dešavanja karakteristična za period nakon 2002. godine isključivo za monetarni režim koji je primijenjen u Crnoj Gori. Tačno je da je Crnoj Gori eurizacija donijela potrebnu makroekonomsku stabilnost, koja je osnova za privredni rast i razvoj, ali je isto tako tačno da ni troškovi zvanične eurizacije nijesu mali, među kojima svakako prednjači onaj koji je vezan za potpuno gubljenje monetarne suverenosti, odnosno suverenosti monetarne politike, što u teoriji posebno naglašavaju Gvartni, Šuler i Štajn (2001), Edvards i Magendzo (2004) i mnogi drugi. Izlazna strategija iz režima dolarizacije svakako nije predviđena, takvu mogućnost ne predviđaju ni relevantna teorijska istraživanja koja se bave pomenutom problematikom. Podatak koji govori o tome da još uvijek niko nije napustio ovaj monetarni režim zapravo je najbolja potvrda da bi odustajenje od dolarizacije i prelazak na neki drugi režim monetarne politike bio štetan.

Riječju, eurizacija svakako jeste potreban, ali ne i dovoljan uslov za pozitivne makroekonomske tendencije i pokazatelje koje Crna Gora nastoji da ostvari. Eurizacija ne može predstavljati supstitut za neophodne korake koje mora preduzimati u funkciji povećanja blagostanja za najširi krug ljudi, od kojih su nastavak sprovođenja suštinskih ekonomskih reformi i puna vladavina prava kao osnova za implementaciju reformi, svakako oni najvažniji.

## **2.2. Instrumenti i mjere menadžmenta likvidnosti u Crnoj Gori**

Teorijska i empirijska istraživanja su potvrdila da režim pune dolarizacije znači potpuno gubljenje monetarne suverenosti, odnosno suverenosti monetarne politike. Tako na primjer Hanke i Šuler (1999), Gvartni, Šuler i Štajn (2001), Ćirović (2000), Bogetić (2002) u svojim istraživanjima jasno zaključuju da je gubljenje suvereniteta monetarne politike realna cijena prihvatanja dolarizacije. Samim tim se gubi mogućnost korišćenja monetarne politike, odnosno njenih najznačajnijih instrumenata, u funkciji ostvarivanja stabilizacionih i razvojnih ciljeva koje monetarna politika uzima kao relevantne.

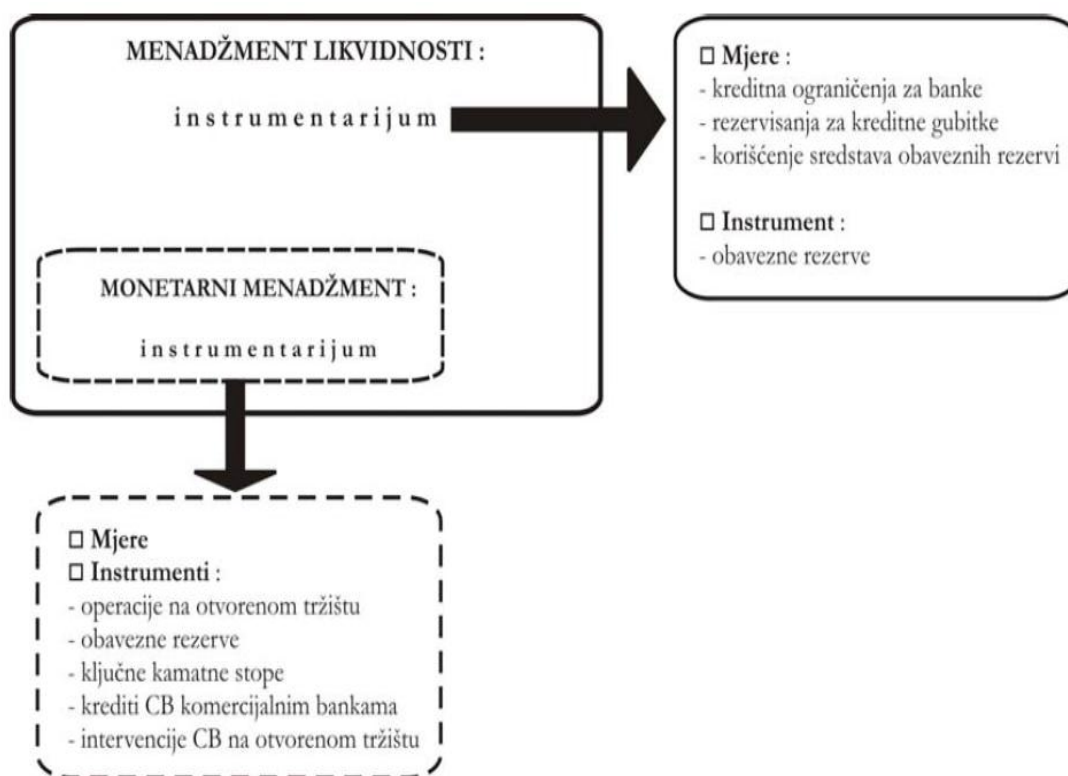
U dolarizovanom režimu kakav jeste crnogorski, kako naglašava Lakić (2006), centralna banka može biti uključena u menadžment likvidnosti, ali ne i u potpunosti u monetarni menadžment. Zapravo, Centralna banka Crne Gore nije u punom smislu te riječi menadžer monetarnog sistema, što se može vidjeti i na grafiku (50):

---

<sup>189</sup> Najveća stopa rasta BDP je zabilježena u 2007. godini (10,7%) a najniža u 2009. godini (-5,7%).

<sup>190</sup> Kalkulacija napravljena na osnovu podataka o realnom rastu BDP koji je evidentirao Monstat.

Grafik 50: Upravljanje likvidnošću na primjeru Centralne banke Crne Gore



Izvor: Lakić, 2010; str. 44.

Ipak, normativni okvir vezan za Centralnu banku Crne Gore<sup>191</sup> prepoznaje četiri osnovna instrumenta monetarne politike:<sup>192</sup>

- Obavezna rezerva;
- Operacije na otvorenom tržištu;
- Kreditor u krajnjoj instanci;
- Kreditni poslovi.

Politika obavezne rezerve, kao jednog od indirektnih instrumenata monetarne politike, predstavlja regulisanje upotrebe dijela aktive banaka od strane centralne banke, kojim se može ostvariti uticaj na količinu novca u opticaju, depozitini multiplikator, kamatne stope, regulisati kreditna aktivnost banaka zbog čega predstavljaju i instrument za regulisanje tražnje, postići odgovorajući sigurnosni efekat i slično. Obavezne rezerve, kao rigidan i povremen instrument, predstavljaju svojevrsnu dopunu odnosno alternativu operacijama na otvorenom tržištu, koje zbog prisutne tendencije snižavanja stopa obaveznih rezervi gube značaj u svijetu. Kao faktor koji

<sup>191</sup> Vidjeti: Službeni list RCG, 2010. Interesantno je da je istim Zakonom o Centralnoj banci Crne Gore predviđeno da u ostvarivanju ciljeva i izvršenju funkcija, centralna banka može odlučiti o upotrebi drugih mjera i instrumenata monetarne politike.

<sup>192</sup> Politiku koju vodi Centralna banka Crne Gore uslovno u daljem tekstu nazivamo monetarnom politikom, budući da u euroizovanom režimu koji postoji u Crnoj Gori centralna banka ne može biti u potpunosti uključena u monetarni menadžment.

olakšava sprovođenje nadzorne funkcije centralne banke, potreban je i razvijenim zemljama, iako je značaj obaveznih rezervi višestruko veći za zemlje u razvoju zbog nerazvijenosti finansijskog tržišta, a samim tim i nemogućnosti pune primjene nekih drugih instrumenata za koje je razvijenost finansijskog tržišta preduslov.

Bez obzira na upitnost mogućnosti vezivanja obaveznih rezervi za monetarni menadžment, regulativa Centralne banke Crne Gore prepoznaje obavezne rezerve kao najvažniji instrument monetarne politike, s obzirom da eurizacija faktički onemogućava punu primjenu drugih važnijih instrumenata. Politikom obaveznih rezervi primarno se utiče na likvidnost bankarskog sistema, a posredno i na stabilnost i povjerenje u bankarski sistem, na nivo kreditne aktivnosti banaka, odnosno na dalji proces multiplikacije novca u ekonomiji, kao i na ročnu strukturu depozita.

Na početku je ovaj instrument korišćen od strane Centralne banke Crne Gore u funkciji vraćanja kredibiliteta bankarskog sistema, nakon toga kao faktor simulisanja dugoročne štednje, zbog čega je vođena politika diferencirane stope obavezne rezerve na način što su na oročene depozite s dužim rokovima primjenjivane niže stope obavezne rezerve. Kasnije je u periodu karakterističnom po pregrijavanju tražnje, obavezna rezerva korišćena i kao instrument za usporavanje kreditne aktivnosti od strane banaka, dok je u situaciji smanjene likvidnosti nastale usljed dejstva negativnih efekata ekonomske krize, obavezna rezerva korišćena u cilju poboljšanja likvidnosti bankarskog sistema.<sup>193</sup> Višegodišnja praksa oslanjanja na ovaj instrument od strane Centralne banke Crne Gore, kao i relevantna empirijska istraživanja, potvrdila su efikasnost primjene obavezne rezerve u cilju upravljanja likvidnosti bankarskog sistema.

Operacije na otvorenom tržištu, kao najefikasniji instrument monetarnog menadžmenta, predstavljaju jedan od osnovnih kanala za kreiranje novčane mase i regulisanje kreditnih potencijala banaka. Obavlja se kupovinom i prodajom hartija od vrijednosti, prilikom kojih se preko dinamičkih i defanzivnih operacija ostvaruje direktan uticaj na kreditni potencijal i likvidnost banaka, a indirektan na količinu novca u opticaju. U teoriji se među osnovnim preduslovima za korišćenje operacija na otvorenom tržištu ističe razvijenost finansijskog tržišta, kao i odgovarajuća dubina i tražnja za hartijama od vrijednosti. Operacije na otvorenom tržištu nude značajno veću fleksibilnost i preciznost centralnim bankama, sprovode se bez većih administrativnih odugovlačenja, zasnivaju se na nepersonalnim tržišno zasnovanim poslovnim odnosima, čime se izbjegavaju ekonomske i tržišne neefikasnosti direktnih instrumenata kontrole. Zato predstavljaju najvažniji instrument u razvijenim tržišnim privredama, s tendencijom povećanog značaja i kod tranzicionih ekonomija.

U Crnoj Gori su operacije na otvorenom tržištu prepoznate kao indirektni tržišni instrument monetarne politike pomoću kojeg Centralna banka Crne Gore ima zakonsku mogućnost da od banaka kupuje i bankama prodaje hartije od vrijednosti emitovane od strane države Crne Gore, države članice EU i međunarodne finansijske institucije ili druge hartije od vrijednosti koje Centralna banka ocijeni prihvatljivim. Pomenuti instrument se u Crnoj Gori može obavljati promptnom ili terminskom

---

<sup>193</sup> S tim u vezi pogledati: Službeni list RCG, 2011b; Službeni list RCG, 2012; Službeni list RCG, 2012a.

kupovinom i prodajom hartija od vrijednosti. Odnosno, kupovinu i prodaju hartija od vrijednosti može vršiti kao trajnu transakciju (kupovina i prodaja hartija od vrijednosti bez obaveze njihove ponovne prodaje ili kupovine) i repo transakciju (kupovina i prodaja hartija od vrijednosti uz obavezu njihovog plaćanja po unaprijed utvrđenoj reotkupnoj cijeni na datum koji je tačno utvrđen).<sup>194</sup>

Iako je zakonom definisana mogućnost korišćenja ovog instrumenta monetarne politike, operacije na otvorenom tržištu do sada nijesu korišćene u Crnoj Gori. Za to postoji nekoliko razloga od kojih se posebno izdvajaju dva. Prvi je vezan za činjenicu da Centralna banka ne raspolaže potrebnim novčanim sredstvima koja su neophodna za efikasnu primjenu operacija na otvorenom tržištu u Crnoj Gori. Drugi je vezan za neispunjenost osnovnih predulsova za primjenu instrumenta, koji se odnose na nerazvijenost finansijskog tržišta, neadekvatnu dubinu tržišta hartija od vrijednosti, kao i nedovoljnu tražnju za hartijama od vrijednosti, što su sve skupa preduslovi koji se moraju ispuniti da bi se uopšte i razmišljalo o željenim rezultatima primjene operacija na otvorenom tržištu.

Centralne banke bankama mogu odobravati i različite vrste kredita s ciljem prevazilaženja kratkoročnih problema s likvidnošću s kojima se mogu suočiti, pri čemu ipak ne predstavljaju bezuslovne garante likvidnosti bankarskog sistema. Odobravanjem kratkoročnih kredita bankama u situaciji kada druge banke ne mogu ili nijesu spremne da to učine, centralne banke snadbijevaju banke potrebnom količinom novca u funkciji prevazilaženja kratkoročnih likvidnosnih problema, čime utiču na sprječavanje odnosno ublažavanje finansijskih kriza. Na taj način centralne banke sprječavaju masovna bankrotstva banaka, zbog čega se i javljaju kao „zajmodavci u krajnjoj instanci”, koji zapravo obavljaju funkciju kreditora krize i menadžera krize.

U Crnoj Gori, Centralnoj banci je ostavljena mogućnost da odobrava finansijsku pomoć za poboljšanje likvidnosti banke ili finansijske institucije ukoliko ocijeni da je pružanje pomoći neophodno radi sprječavanja ugrožavanja stabilnosti i sigurnosti bankarskog sistema, pod uslovom da je banka ili finansijska institucija solventna i sposobna da pruži adekvatno obezbjeđenje tražene finansijske pomoći. Pri tom se od strane Centralne banke određuje minimalna vrijednost sredstava obezbjeđenja za odobravanje odnosno obnavljanje finansijske pomoći, čija vrijednost inače mora biti veća od nominalne vrijednosti pomoći. U funkciji pomenutih sredstava kao obezbjeđenja se mogu koristiti hartije od vrijednosti koje je emitovala država Crna Gora, članice EU i međunarodne finansijske institucije, zlato u trezoru ili na računima u inostranstvu, depoziti na računima u inostranstvu, kao i druga sredstva koje Centralna banka ocijeni adekvatnim. Finansijska pomoć, za koju Centralna banka naplaćuje kamatu, odobrava se na rok koji nije duži od 90 dana, uz mogućnost produženja za još 90 dana, pri čemu banka kao preduslov za produžetak mora pripremiti program korektivnih mjera.<sup>195</sup>

Takođe, Centralna banka Crne Gore može u slučaju redovnih potreba za likvidnošću banaka odobravati kredite bankama u formi dnevnih kredita za likvidnost, noćnih kredita za likvidnost i kratkoročnih kredita za likvidnost. Ovo pod uslovom da su

---

<sup>194</sup> Za detaljnije informacije pogledati: Službeni list RCG, 2011c.

<sup>195</sup> Vidjeti: Službeni list RCG, 2011.

obezbijeđeni adekvatnim sredstvima obezbjeđenja i da banke ispunjavaju zahtjev za propisanom minimalnom nominalnom vrijednošću hartija od vrijednosti koje su uzete kao sredstva obezbjeđenja, uz odgovarajući (relevantnim aktima) predviđeni rok dospijeca.<sup>196</sup>

Konačno, važeći normativni okvir daje mogućnost Centralnoj banci Crne Gore da radi ostvarivanja ciljeva i izvršenja njenih funkcija, može koristiti i direktne mjere monetarne politike, koje se zbog selektivnih i rigidnih dejstava i ostvarivanja distorzivnih efekata, primjenjuju isključivo u vanrednim okolnostima, i koje su privremenog karaktera. Direktne mjere se mogu odnositi na ograničavanje kreditnih plasmana, ograničavanja određene kategorije kredita, ograničavanje visine kamatne stope, selektivno kreditiranje, limitiranje otkupnih cijena hartija od vrijednosti, i slično.<sup>197</sup>

### **3. Dosadašnja koordinacija fiskalne i politike likvidnosti u Crnoj Gori**

U funkciji postizanja krajnjih ciljeva ekonomske politike, potrebno je postizanje visokog stepena usklađenosti između monetarne i fiskalne politike, odnosno uspostavljanje odgovarajuće koordinacije među njima. U tom cilju se uspostavlja čitav niz formalnih i neformalnih aranžmana usmjerenih u pravcu pospješivanja koordinacije. S tim u vezi je važno naglasiti da države koje imaju strožiju institucionalnu podjelu ciljeva i instrumenata za upravljanje monetarnom i fiskalnom politikom, kao i razvijeno finansijsko tržište, ostvaruju koordinaciju mahom djelovanjem tržišnih mehanizama. Zato su, s druge strane, formalni aranžmani prisutniji i potrebni zemljama koje nemaju potrebnu dubinu finansijskog tržišta, kao ni tradiciju njegovog odgovarajućeg funkcionisanja.

Uzimajući prethodno u obzir, dolazimo do zaključka da bi Crnoj Gori, zbog nemanja prethodno pomenute tradicije, kao i usljed brojnih nesavršenosti i ograničenja finansijskog tržišta, koristilo uspostavljanje formalnijih aranžmana s ciljem pospješivanja koordinacije između monetarne i fiskalne politike. Koordinacija pomenutih politika još više dobija na značaju ukoliko imamo u vidu režim eurizacije, koji je u Crnoj Gori u primjeni od 2002. godine, zbog čega je i sama koordinacija važnija nego što je to slučaj kod država sa sopstvenom valutom.

Imajući u vidu čitav niz institucionalnih i operativnih aranžmana na kojima se insistira u relevantnim teorijskim istraživanjima, poput onih sprovedenih od strane Laurensa i Piedrae (1998), Hanifa i Farooqa (2008) i drugih, dolazimo do zaključka da Crna Gora, u formalnom smislu, ispunjava dobar dio preporuka u odabiru institucionalnih rješenja za koordinaciju politika, koje predstavljaju i preduslove za uspješan mehanizam koordinacije. Naime, u literaturi se pominje čitav niz preporuka vezanih za uspješan mehanizam koordinacije, i one se odnose na:

---

<sup>196</sup> Vidjeti: Službeni list RCG, 2011a.

<sup>197</sup> Pomenute mjere su, u vidu administrativnih ograničenja kreditnih plasmana, samo jednom primijenjene od strane Centralne banke Crne Gore 1. januara 2008. godine, i to u uslovima pregrijane tražnje karakteristične po trocifrenim stopama rasta kredita dvije godine za redom.

- Nezavisnu centralnu banku;
- Način tretiranja dobiti (gubitka) centralne banke;
- Mehanizam za razmjenu informacija između monetarnih i fiskalnih vlasti;
- Limitiranje direktnih kredita centralne banke državi;
- Fiskalna pravila;
- Uspostavljanje odgovarajućih koordinacionih monetarnih i fiskalnih komiteta (grupa), i slično;

U Crnoj Gori su u dobroj mjeri, u formalnom smislu, pomenute preporuke ispunjene. Centralna banka je u normativnom smislu i Ustavom prepoznata kao nezavisna institucija. Normativno je uređena oblast vezana za način tretiranja dobiti odnosno gubitaka Centralne banke. Zakonom je predviđena obaveza razmjene informacija između monetarnih i fiskalnih vlasti, kao i zabrana kreditiranja ili davanja garancija za kredite vlade ili državnih institucija. Definisano je niz mehanizama za razmjenu informacija između monetarnih i fiskalnih vlasti. Zakonom su definisana fiskalna pravila. Koordinaciono tijelo u formi Savjeta za finansijsku stabilnost je takođe uspostavljeno.

Osim pomenutih preduslova za uspješnu koordinaciju, potreban uslov za ostvarivanje adekvatne koordinacije fiskalne i monetarne politike je i koordinacija ciljeva, instrumenata i operativnih aranžmana između monetarne i politike upravljanja javnim dugom jedne zemlje. Koordinacija je važna zbog mogućeg sukoba nadležnosti, kao i zbog potrebe uspostavljanja tehničke saradnje, razmjene informacija i zajedničkog djelovanja. Konkretan doprinos koji Ministarstvo finansija daje uspostavljanju uspješnije koordinacije u tom smislu jeste zakonska obaveza izrade Strategije upravljanje dugom u Crnoj Gori<sup>198</sup> koja se odnosi na trogodišnji period. Strategija doprinosi ne samo većoj transparentnosti upravljanja javnim dugom, nego takođe predstavlja i koristan doprinos kvalitetnoj koordinaciji u ovoj oblasti. Važna je jer sadrži analizu održivosti duga, analizu ključnih opcija zaduživanja koje Vlada ima na raspolaganju, te konkretne smjernice za te aktivnosti.

Međutim, osim tih preporuka, treba imati u vidu i da je jedan od osnovnih preduslova za uspješnu koordinaciju i razvijenost tržišta hartija od vrijednosti koje izdaje država, zbog činjenice da osiguravaju veću transparentnost upravljanja javnim dugom, čime se znatno olakšava sprovođenje monetarne politike. U slučaju Crne Gore, ovaj preduslov svakako nije zadovoljen, zbog izuzetno plitkog finansijskog tržišta, odnosno siromašne strukture svih finansijskih instrumenata, pa samim tim i hartija od vrijednosti čiji je emitent država.

Ipak, može se naglasiti da se aranžmani za koordinaciju između fiskalne i monetarne politike (politike likvidnosti) u Crnoj Gori<sup>199</sup> sprovode putem:

1. Savjeta za finansijsku stabilnost;
2. Preporuka centralne banke za vođenje ekonomske politike;

---

<sup>198</sup> Strategija upravljanja dugom sadrži okvirni program zaduživanja za trogodišnji period, smjernice za utvrđivanje rizika prilikom uzimanja pozajmica, smjernice upravljanja dugom, gotovinom, garancijama i pozajmicama i druga pitanja od značaja za upravljanje dugom.

<sup>199</sup> Pogledati na primjer: Žugić i Fabris, 2013; str.53-64.



3. Mišljenja centralne banke Skupštini Crne Gore, na određene predloge zakona.
4. Povremenih radnih grupa formiranih od predstavnika monetarnih i fiskalnih vlasti;
5. Neposredne komunikacije između Centralne banke i Ministarstva finansija.

Najvažniji aranžman za koordinaciju fiskalne i monetarne politike u Crnoj Gori je svakako Savjet za finansijsku stabilnost, koji predstavlja savjetodavno tijelo sastavljeno od guvernera Centralne banke, ministra finansija, predsjednika Komisije za hartije od vrijednosti i direktora Agencije za nadzor osiguranja. Savjet predstavlja efikasan mehanizam za praćenje, identifikovanje, sprječavanje i ublažavanje potencijalnih sistemskih rizika u finansijskom sistemu Crne Gore, u cilju očuvanja finansijske stabilnosti sistema i uticanja na faktore koji bi je mogli ugroziti.<sup>200</sup> Na ovaj način stvorene su pretpostavke za pravovremenu reakciju svih nadležnih institucija, i razvijanje regulatornih, supervizorskih i drugih politika, u cilju očuvanja finansijske stabilnosti, koja se sprovodi kroz praćenje (nadgledanje), sprječavanje i upravljanje krizom. Na taj način je obezbijedena koordinacija među nosiocima ekonomskih politika, a posebno između fiskalne i monetarne politike, jer je predslav za očuvanje finansijske stabilnosti – sinhronizovana i odgovorna monetarna politika, praćena fiskalno održivom politikom.<sup>201</sup>

Sljedeći aranžman putem kojeg se ostvaruje koordinacija između dvije politike jeste zakonska obaveza Centralne banke Crne Gore da sprovodi redovne makroekonomske analize i da izrađuje preporuke Vladi Crne Gore za vođenje ekonomske politike u narednoj godini. Logika izrade preporuka je doprinosi vrhovne monetarne institucije u Crnoj Gori ekonomskoj politici koji daje predlaganjem čitavog niza mjera koje su grupisane po različitim oblastima, u kojima bi po mišljenju Centralne banke trebalo djelovati, a sve u cilju postizanja krajnjih ciljeva koje su kreatori ekonomske politike u Crnoj Gori pred sobom postavili. Ne postoji obaveza primjene pomenutih preporuka, ali je bez obzira na to njihov značaj evidentan, zbog činjenice da je riječ o dokumentu dostupnom javnosti.

Osim toga, koordinacija fiskalne i monetarne politike u Crnoj Gori se jednim dijelom ostvaruje i prilikom davanja mišljenja od strane Centralne banke Crne Gore na predloge zakona, koji utiču na ciljeve za čiju realizaciju je zadužena. Ovo je takođe koristan aranžman za ostvarivanje koordinacije, s obzirom da su mišljenja dostupna Skupštini Crne Gore kod razmatranja zakona. Centralna banka takođe daje mišljenje kod usvajanja Strategije upravljanja dugom, koju donosi vlada, ali uz mišljenje Centralne banke.

Koordinacija se ostvaruje i putem povremenih radnih grupa sastavljenih od strane predstavnika monetarne i fiskalne vlasti. Povremena radna tijela se formiraju u cilju rješavanja određenih problema koji se javljaju u crnogorskom ekonomskom sistemu.

---

<sup>200</sup> Vidjeti: Službeni list RCG, 2010a.

<sup>201</sup> Koordinacija između dvije politike naročito dolazi do izražaja kod izrade Plana za upravljanje finansijskom krizom na nivou cjelokupnog finansijskog sistema, kojim je unaprijed predviđeno koordinirano djelovanje fiskalne i monetarne politike.

Konačno, i neposredna komunikacija koja se ostvaruje između predstavnika monetarnih i fiskalnih vlasti takođe predstavlja važan doprinos uspješnijoj koordinaciji politika čiji su oni nosioci. Ovo iz razloga što se upravo na osnovu neposredne komunikacije koja se na ovaj način ostvaruje, donose odluke koje su od velike važnosti za buduće pravce ekonomske politike koja će biti vođena u narednom periodu.

### **3.1. Koordinacija kao instrument podsticanja privrednog rasta i instrument stabilizacione politike**

Relevantna teorijska istraživanja (Barro (1991), Barro i Sala – Martin (1991), Levine (1999), i druga) dokazala su važnost implikacija monetarne i fiskalne politike na privredni rast. Jasno je da osiguranje dovoljne tražnje usmjereno u pravcu dinamiziranja privredne aktivnosti, odnosno podsticanja privrednog rasta, jeste jedan od osnovnih ciljeva kombinovane primjene instrumenata i mjera monetarne i fiskalne politike, i to na sinhronizovan i međusobno usklađen način. Ovo iz razloga što niti jedna od ovih politika sama za sebe nije dovoljna da bi ozbezbijedila ostvarivanje jednog od osnovnih ciljeva ekonomske politike – zadovoljavajućeg nivoa privrednog rasta.

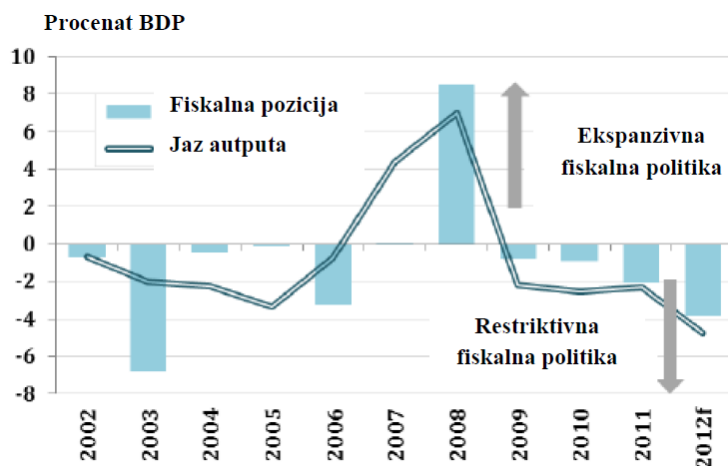
Crna Gora je u prethodnoj deceniji ostvarila značajan napredak mjerem povećanjem bruto nacionalnog dohotka po glavi stanovnika, koji je utrostručen po Atlas metodu Svjetske banke, sa 2.400\$ u 2003. godini na 7.600\$ u 2012. godini. Tako je prosječan realan rast BDP iznosio 3,8% godišnje u periodu od 2002-2013. godine. Ključni faktor koji je doprinio privrednom rastu u pomenutom periodu je domaća tražnja koja je bila podržana snažnom kreditnom podrškom, naročito u 2007-oj i 2008-oj godini, a što je bilo vezano za brzi rast uvoza u odnosu na izvoz. Privatna potrošnja je rasla brže od BDP, tako da je njen udio porastao sa 70% na 91% BDP u 2008. godini, da bi kasnije bio snižen, ali ipak zadržan na visokih 82% BDP.

U uslovima dolarizovane ekonomije, fiskalna politika je praktično jedini relevantan instrument za vođenje stabilizacione politike. U godinama prije krize, nosioci fiskalne politike sprovodili su ekspanzivnu fiskalnu politiku, s ciljem podsticanja potrošnje i privrednog rasta. Fiskalna politika je u periodu 2002-2011. godine imala značajan elemenat procikličnosti iz razloga što nije obuzdavala već je pospješivala poslovni ciklus. Međutim, period koji je pred nama mora biti iskorišćen za dalju fiskalnu konsolidaciju, koja je trenutno osnovna pretpostavka rasta, ali i stabilnosti crnogorske ekonomije. Na grafiku (51) je prikazana orijentacija fiskalne politike u Crnoj Gori u periodu od 2002. do 2012. godine.

Počev od 2009. godine dolazi do snažne kontrakcije privredne aktivnosti, rasta nelikvidnosti i prenošenja negativnih efekata krize iz okruženja, te slabljenja potencijala oporavka i pokretača razvoja, što za rezultat ima drastično smanjenje agregatne tražnje. Pad izvoza i neznatan rast uvoza, pad državnih prihoda, rast poreskih potraživanja, državnog duga i deficita, stagnacija zarada u javnom i privatnom sektoru i pad kupovne moći stanovništva usljed rasta cijena naftnih derivata, značajno niže investicije, niska kreditna aktivnost banaka, rast nekvalitetna aktive banaka, potvrđuju su pomenutog smanjenja agregatne tražnje. Svjesni da je osnovni preduslov za rast crnogorske ekonomije fiskalna odnosno finansijska

stabilnost, koordinacija fiskalne i monetarne politike u Crnoj Gori treba da bude usmjerena u pravcu dalje fiskalne konsolidacije, odnosno obezbjeđenja makroekonomske stabilnosti i fiskalne održivosti, jer je to u ovom momentu najbolji doprinos i podsticaj budućem privrednom rastu. Naravno, primat u pomenutom opredjeljenju ima fiskalna politika, zbog brojnih razloga koji su prethodno objašnjeni. S druge strane je problematično to što upravo sprovođenje fiskalne konsolidacije i strukturnih promjena, u kratkom roku ima negativan uticaj na privrednu aktivnost, ali i na već sada nisku agregatnu tražnju.

Grafik 51: Orijentacija fiskalne politike za period 2002-2012. godine<sup>202</sup>



Izvor: Svjetska banka, 2012; str. 36.

S tim u vezi je u domenu fiskalne politike preduzeto čitav niz mjera u cilju poboljšanja kvaliteta javnih finansija. Stoga, fiskalna politika koja se vodi od 2009. godine ima konzervativan karakter. U tom smislu je smanjena ukupna javna potrošnja u odnosu na maksimalni nivo iz 2009. godine za 10% BDP, zamrznute su plate s ciljem ograničavanja budžetske pozicije koja se odnosu na bruto zarade, sprovedena je reforma penzionog sistema u cilju smanjenja njegovih troškova na način što je podignuta gornja granica za sticanje prava na penziju i obustavljeno njihovo usklađivanje s rastom zarada i stopom inflacije, izvršena racionalizacija i reforma transfera i troškova za socijalno osiguranje, vrši se reforma državne uprave s ciljem povećanja produktivnosti i smanjenjem troškova, uveden je srednjoročni okvir javnih rashoda, fiskalna pravila su postala zakonska kategorija, uvedeni su novi fiskaliteti i povećana stopa PDV-a s ciljem ubrzanja fiskalne konsolidacije, sprovode se mjere u pravcu suzbijanja sive ekonomije, krajnje restriktivno je izdavanje novih državnih garancija, u toku je proces osmišljavanja aktivnosti u pravcu smanjenja izuzetno visokog nivoa poreskih potraživanja, i slično. Ipak, razvoj događaja vezan za aluminijumsku industriju u Crnoj Gori i trošovi za državu koji pri tom nastaju, skoro u potpunosti neutralizuju koristi od prethodno pomenute fiskalne konsolidacije koja se intenzivnije sprovodi od 2009. godine.

<sup>202</sup> Jaz outputa (eng. Output Gap) ili proizvodni jaz, predstavlja relativno odstupanje stvarnog od potencijalnog BDP.

Monetarna politika u Crnoj Gori je i pored brojnih ograničenja s kojima se suočava zbog prihvaćenog monetarnog režima, bila takođe usmjerena u pravcu očuvanja monetarne i finansijske stabilnosti države, što je zapravo njen najbolji doprinos podsticanju privrednog rasta u ovom momentu. U tom smislu je tokom suočavanja s negativnim posljedicama krize akcenat stavljen na očuvanje likvidnosti bankarskog sistema i sprječavanje odliva depozita. Koordinacija s fiskalnom politikom odnosno Ministarstvom finansija posebno je došla do izražaja krajem 2008. godine tokom zajedničke izrade Zakona o mjerama za zaštitu bankarskog sistema,<sup>203</sup> koji je važio do kraja 2009. godine, a u kojem su prepoznate mjere za očuvanjem likvidnosti i solventnosti banaka koje su osnovane i posluju u Crnoj Gori.<sup>204</sup> Time je spriječen izraženiji odliv depozita i krah crnogorskog bankarskog sistema. Nakon toga je usljed suočavanja s ograničenom kreditnom aktivnošću bankarskog sektora zbog teških posljedica ekonomske krize fokus politike likvidnosti stavljen na odobravanje olakšica bankarskom sistemu kako bi se restrukturirali loši krediti i podstakla kreditna aktivnost banaka. Politika obaveznih rezervi je takođe vođena s istim ciljem.

Tokom 2009. godine, bankama je omogućeno da 20% obaveznih rezervi mogu držati u državnim zapisima koje je emitovala država. Diferencirana stopa obavezne rezerve (19% i 2%) je zamijenjena jedinstvenom od 11% na sve depozite. Produžen je period korišćenja obavezne rezerve za likvidnost (sa 7 na 10 radnih dana). Smanjena je kamatna stopa na korišćenje obavezne rezerve sa 5% na 4%, a za kašnjenje u vraćanju sa 11% na 9%. Zatim je tokom iste godine ponovo mijenjana politika obavezne rezerve, na način što su banke bile oslobođene izdvajanja obavezne rezerve na rast depozita u odnosu na jun 2009. godine, omogućeno je držanje 25% obaveznih rezervi u državnim zapisima, i smanjena je kamatna stopa za kašnjenje u vraćanju sa 9% na 7%. Takođe je smanjeno izdvajanje rezervacija za kreditni rizik, dok su privremenim mjerama omogućeni povoljniji uslovi za restrukturiranje kredita, klasifikaciju aktive i niži obračun rezervacija za kreditne gubitke.<sup>205</sup> Kvantitativni efekti preduzetih mjera nakon suočavanja sa ekonomskom krizom tokom 2009. godine, prikazani su u tabeli (21).

---

<sup>203</sup> Pogledati: Službeni list RCG, 2008.

<sup>204</sup> Zakonom o mjerama za zaštitu bankarskog sistema se garantovao puni iznos depozita fizičkih i pravnih lica koje se nalaze kod banaka koje posluju u Crnoj Gori, otvorena je i mogućnost da vlada na zahtjev banke izda garanciju za međubankarsko kreditiranje, uz obavezu da akcionari banke založe akcije te banke vladi, kao i mogućnost odobravanja direktne kreditne podrške ugroženim bankama od strane države (uz izdavanje adekvatnog kolaterala naravno).

<sup>205</sup> O analizi uticaja mjera Centralne banke Crne Gore na bankarski sistem pogledati: Centralna banka, 2010.

Tabela 21: Kvantifikacija mjera Centralne banke Crne Gore na relaksaciju bankarskog sistema

Mjera	Iznos u milionima eura
Smanjenje obavezne rezerve	76,4
Ukidanje izdvajanja opštih rezervi	16
Izmjena odluke o klasifikaciji aktive	10,2
Restrukturiranje kredita pod povoljnim uslovima	44,5
Izdvajanje dijela obavezne rezerve u državne zapise	38,4
<b>Ukupno</b>	<b>185,5</b>

Izvor: Cenralna banka, 2010; str. 17.

Kao posljedica daljeg pogoršanja makroekonomskih indikatora u 2012. godini, u fokusu su aktivnosti na restrukturiranju loših kredita, u okviru kojih se ostvaruje visok stepen usklađenosti i koordinacije s fiskalnom politikom, zbog prirode samog modela i međuzavisnosti između dviju politika sadržanom u modelu čija razrada je u toku.<sup>206</sup>

### 3.1. Koordinacija upravljanja javnim dugom

Potreban uslov za ostvarivanje uspješne koordinacije između monetarne i fiskalne politike jeste i koordinacija ciljeva, instrumenata i operativnih aranžmana između monetarne i politke upravljanja javnim dugom. Ovo iz razloga što se kod upravljanja javnim dugom monetarna i fiskalna politika na najdirektniji način spajaju, pa je veoma teško napraviti razliku između monetarnog i fiskalnog dijela. Drugačije rečeno, funkcionalna i institucionalna međuzavisnost monetarne i fiskalne politike najizraženija je kod politike javnog duga. Fiskalna uloga dolazi do izražaja kod finansiranja budžetskog deficita, dok je monetarna uloga dominantno određena načinom zaduživanja.

Koordinacija ciljeva, instrumenata, institucionalnih i operativnih aranžmana monetarne politike i politike upravljanja javnim dugom nije važna samo zbog izbjegavanja potencijalnih sukoba nadležnosti, već i zbog toga što se zajedničkim djelovanjem, razmjenom informacija i tehničkom saradnjom može ubrzati proces izgradnje tržišta, proširiti manevarski prostor i fiskalne i monetarne politike, podsticati štednja i kao rezultat svega toga – podržavati makroekonomska stabilnost zemlje (Babić, Bubaš i Švaljek, 2001, str. 1-97).

<sup>206</sup> U novembru 2013. godine pripremljen je Nacrt zakona o dobrovoljnom finansijskom restrukturiranju, kao rezultat saradnje Centralne banke Crne Gore, Svjetske banke i Ministarstva finansija, s ciljem rješavanja problema nekvalitetnih kredita kroz vansudsko restrukturiranje kredita, u šta bi bili uključeni nelikvidni ali solventni privredni subjekti s dugom kod jedne ili više banaka u sistemu.

Inače, da bi koordinacija instrumenata i mjera monetarne i politike upravljanja javnim dugom bila uspješno sprovedena, literatura koja se bavi ovom problematikom ukazuje na neophodnost, ne samo primjene adekvatnih institucionalnih i operativnih aranžmana, odnosno izbor lokacije funkcija za upravljanje javnim dugom (ministarstvo finansija, centralna banka, posebna institucija za upravljanje javnim dugom), nego i ispunjavanja nekoliko osnovnih preduslova, u koje spadaju:

- Razvijenost tržišta hartija od vrijednosti koje izdaje država;
- Nezavisnost centralne banke;
- Transparentnost upravljanja javnim dugom.

Od razvijenosti tržišta hartija od vrijednosti zavisi transparentnost i predvidivost politike upravljanja javnim dugom, zbog čega je ovo značajan preduslov za uspješnu koordinaciju. Ovaj preduslov je važan i zbog toga što razvijenost ovog tržišta doprinosi smanjenju troškova servisiranja duga, efikasnom utvrđivanju kamatnih stopa kao važnog segmenta transmisionog mehanizma monetarne politike, kao i promociji sigurnih oblika štednje i investicija. Kako je u Crnoj Gori ovaj segment tržišta suštinski nerazvijen, zbog malog broja finansijskih instrumenata i dominacije banaka, i benefiti koji su prethodno pomenuti izostaju. Ovo je i razlog zbog kojeg treba ići na sklapanje formalnih aranžmana o zajedničkom djelovanju Ministarstva finansija i Centralne banke Crne Gore, što je preporuka za slučaj neispunjavanja ovog preduslova.

Drugi preduslov za uspješnu koordinaciju je u formalnom smislu ispunjen, s obzirom da i Ustav Crne Gore garantuje nezavisnost Centralnoj banci. Generalne zaključke o suštinskoj nezavisnosti teško je izvoditi s obzirom na više nego skromnu tradiciju postojanja Centralne banke Crne Gore. Zadovoljenje ovog preduslova nikako ne znači da Centralna banka zbog svoje nezavisnosti ne treba da bude uključena u politiku upravljanja javnim dugom, već ovaj zahtjev treba shvatiti kao obavezu Centralne banke da njena uključenost u politiku vezanu za javni dug nikako ne ugrozi osnovni cilj monetarne politike koji je takođe ustavna kategorija i u konačnom se svodi na finansijsku stabilnost. Riječju, jedino kao nezavisna, Centralna banka može ostvariti dobru i kvalitetnu koordinaciju s politikom upravljanja javnim dugom. U suprotnom, to ne bi bila koordinacija, nego potčinjavanje Centralne banke nosiocima fiskalne politike.

S obzirom da se transparentnost upravljanja javnim dugom u principu svodi na izradu Strategije upravljanja dugom, budući da su u njoj sadržani i ciljevi i instrumenti upravljanja javnim dugom koji na taj način postaju dostupni javnosti i time doprinse prethodno pomenutoj transparentnosti, ovaj preduslov je u Crnoj Gori u principu ispunjen, zato što postoji zakonska obaveza za izradom Strategije. Naime, Zakon o budžetu i fiskalnoj odgovornosti čini obaveznim izradu pomenute Strategije, koju uz mišljenje centralne banke usvaja Vlada, a koja inače sadrži okvirni program zaduživanja za trogodišnji period, smjernice za utvrđivanje rizika prilikom uzimanja pozajmica, smjernice upravljanja dugom, gotovinom, garancijama i pozajmicama, kao i druga pitanja od značaja za upravljanje dugom.

Ono što može da zabrine jeste poštovanje ciljeva i smjernica definisanih samom strategijom, s obzirom na iskustvo iz prethodnih godina te pogoršavanje indikatora vezanih za javni dug koje je u međuvremenu nastalo. Ovo iz razloga što je cilj

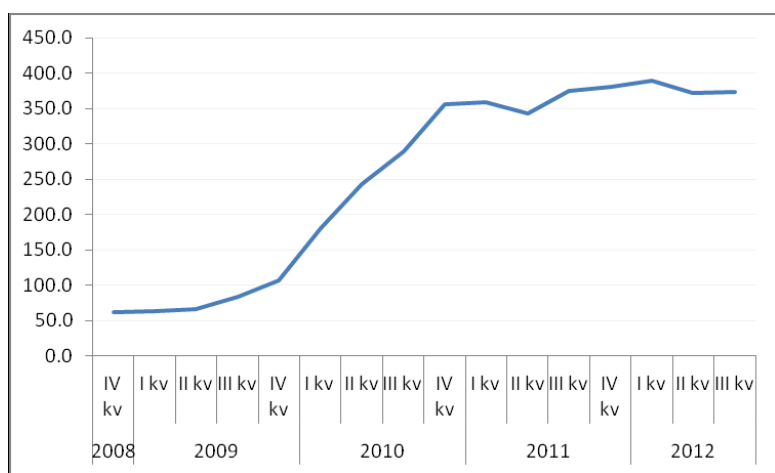
monetarne politike očuvanje stabilnosti cijena, odnosno finansijske stabilnosti, dok je cilj upravljanja javnim dugom nastojanje da se do potrebnih finansijskih sredstava na domaćem tržištu dođe uz što je moguće manje troškove, što često mogu biti suprostavljeni ciljevi, te se puna koordinacija između dviju vlasti nameće kao neophodnost. U tranzicionim ekonomijama, pa i u Crnoj Gori, u kojima tržište nije u stanju da obezbijedi pomenutu koordinaciju, to nerijetko nije slučaj. To posebno može biti problematično za male otvorene ekonomije kakva je crnogorska, jer troškovi finansiranja javnog duga mogu biti viši, a pristup finansijskim sredstvima ograničeniji.

Naime, moguće je izdvojiti dvije faze kada je riječ o kretanju državnog duga u Crnoj Gori. Prva, karakteristična po njegovom smanjivanju, počinje od 2002. godine kada je dug iznosio 84,5 % BDP, i traje do 2008. godine kada je dug iznosio 29% BDP, što je bio period povoljnih indikatora zaduženosti i izvjesne mogućnosti servisiranja duga.

Druga faza, koja počinje 2008. godine, karakteristična je po drastičnom rastu državnog duga uzrokovanog visokim budžetskim deficitima u godinama ekonomske krize, odnosno konstantnim rastom rashoda i smanjenjem budžetskih prihoda u „kriznim“ godinama. Trenutni nivo duga prema podacima Ministarstva finansija iznosi 1,9 milijardi eura i čini 58% BDP za 2013. godinu. Valja naglasiti da je u periodu od 2008. do 2013. godine porastao za 30,5% (sa 27,5% u 2008. na 58% u 2013. godini).

Problem postaje još očigledniji ukoliko se podsjetimo politike olakog davanja državnih garancija koja je je bila karakteristična za Crnu Goru u prethodnom periodu, od kojih su one koje su bile vezane za aluminijumsku industriju već plaćene, što je u konačnom značajno pogoršalo indikatore javnih finansija.

Grafik 52: Kretanje državnih garancija (u milionima eura)



Izvor: Ministarstvo finansija

S druge strane, kada postoji neusklađenost javnih rashoda i javnih prihoda, i kada se javni rashodi ne mogu finansirati iz redovnih javnih prihoda, dolazi do akumulacije duga. Ako pri tom rast javne potrošnje nije praćen izdašnjim poreskim prihodima, dolazi do stvaranja budžetskog deficita, čije finansiranje često zahtijeva dodatno

zaduživanje. Ekonomska teorija vezu između pomenutih pojmova prikazuje sljedećom jednakošću (Lojsch, Rodriques–Vives i Slavik, 2011):

$$\frac{Dug(t) - Dug(t-1)}{GDP(t)} = \frac{Rashodi(t) - Prihodi(t-1)}{GDP(t)} + \frac{Deficit\ dug\ prilagođavanje - DDP(t)}{GDP(t)}$$

Takođe, savremena teorija upravljanja javnim dugom naglašava postojanje veze između održivosti javnog duga i ekonomske stabilnosti jedne države, koja se ostvaruje putem štednje, investicija, nominalnih i realnih kamatnih stopa i produktivnosti. Zbog toga je neophodno na održiv način upravljati visinom javnog duga, ročnošću i strukturom. Održivost javnog duga zavisi od mnoštva faktora, od kojih je moguće izdvojiti stopu rasta BDP, prinos na državne obveznice, nivo javnog duga najčešće mjeren učešćem javnog duga u BDP, starenje stanovništva i slično. Na osnovu pomenutih pokazatelja dolazi se do kriterijuma za održivost duga:

$$s \geq (r - g) * d$$

pri čemu je:

s – primarni saldo budžeta;

r – realni prinos na dugoročne državne obveznice;

g – stopa rasta realnog BDP;

d – učešće javnog duga u BDP.

Relevantna teorijska i empirijska istraživanja<sup>207</sup> posebno naglašavaju negativne efekte tzv. „točka javnog duga”.<sup>208</sup> Dolazi se do zaključka da zemlje s velikim javnim dugom imaju veće šanse da dožive konstantnu stagnaciju (ili kontrakciju) privredne aktivnosti od onih koje nemaju problem javnog duga. Tako na primjer Reinhart i Rogoff (2010), Kumar i Woo (2010), Cecchetti, Mohanty, i Zampolli (2011) dokazuju da se države, u periodima u kojima odnos javnog duga prevazilazi 90% BDP, suočavaju s nižim privrednim rastom za 1%. Savremena teorija javnog duga dokazuje da od ukupno 26 slučajeva s visokim javnim dugom, i to u razvijenim ekonomijama, 23 slučaja su bila povezana s niskim ekonomskim rastom koji je trajao najmanje 10 godina u datim zemljama (Kobayashi, 2013).

Druge relevantne analize dokazuju da je u kratkom roku uticaj javnog duga na privredni rast pozitivan, da zatim taj pozitivan uticaj opada do nultog nivoa i gubi značaj kada racio javni dug/BDP dostigne nivo od 67%. Za visoki racio javni dug/BDP (preko 95%), dodatni dug vrši negativan uticaj na ekonomsku aktivnost (Baum, Checherita–Westphal i Rother, 2012).

<sup>207</sup> Pogledati na primjer: Reinhart, Reinhart i Rogoff, 2012.

<sup>208</sup> Izraz se koristi da odslika javni dug koji se povećava iz godine u godinu.



Imajući prethodno u vidu, kao rezultat više nego upozoravajuće dinamike porasta javnog duga u Crnoj Gori, nameće se potreba analize tzv. kriterijuma održivosti duga, na osnovu čega se zaključuje da će dug predstavljati srednje opterećenje javnih finansija onda kada Crna Gora ostvari primarni suficit od 1,9% BDP, realni rast od 3,5% i cijenu zaduženja od 5,6%, što se može vidjeti iz tabele (22).

Zato se neophodnim nameće obaveza popravljivanja fiskalne pozicije zemlje, s obzirom da stabilizacija javnih finansija s postojećim makroekonomskim parametrima, a u situaciji prikazane dinamike rasta državnog duga, s postojećim visokim kamatnim stopama, na dugi rok ne može biti održiva. Zbog činjenice da visoka zaduženost, uz otvorenost naše ekonomije izaziva preveliku njenu osjetljivost na eksterne šokove, što bitno ograničava razvojni potencijal Crne Gore, ključni cilj u javnim finansijama mora biti njihova stabilizacija i konsolidacija.

Tabela 22: Scenario održivosti duga

		2012	2013	2014	2015
<b>s</b>	<b>Primarni saldo budžeta, u % BDP</b>	-3,20%	-0,21%	0,69%	1,92%
<b>r</b>	<b>Realni prinos na dugoročne državne obveznice, u %</b>	5,56%	5,56%	5,56%	5,56%
<b>g</b>	<b>Stopa realnog rasta BDP</b>	0,50%	2,50%	3,00%	3,50%
<b>d</b>	<b>Zatečeno učešće javnog duga u BDP</b>	51,2%	54,5%	54,3%	51,7%
	<b><math>s \geq (r - g) d</math></b>	<b><math>-3,2 \geq 2,6</math></b>	<b><math>-0,21 \geq 1,67</math></b>	<b><math>0,69 \geq 1,39</math></b>	<b><math>1,92 \geq 1,07</math></b>
		veće opterećenje javnih finansija	veće opterećenje javnih finansija	veće opterećenje javnih finansija	<b>srednje opterećenje javnih finansija</b>

Napomena: Prema podacima iz Pretpristupnog ekonomskog programa za period 2012-2015. godine

#### 4. Preporuke za uspješniju koordinaciju

Prioritetni cilj fiskalne politike u narednom periodu je dalje obezbjeđivanje stabilnosti javnih finansija, s posebnim akcentom na smanjivanje potrebe za finansiranjem radi smanjenja nivoa javnog duga u perspektivi, odnosno nastavak fiskalnog prilagođavanja i fiskalne konsolidacije kako bi se obezbijedila dugoročna fiskalna održivost. Kontinuirano pogoršavanje indikatora fiskalne stabilnosti, koje se manifestuje u budžetskom deficitu finansiranom novim zaduživanjima, što je rezultiralo brzim porastom javnog duga, vezano je za prelivanje negativnih efekata Velike ekonomske krize na Crnu Goru kao mali i otvoreni ekonomski sistem. Ali i za domaće slabosti u ekonomskom sistemu, od kojih je svakako jedan dio vezan i za potrebu unaprjeđenja koordinacije između fiskalne i montarne politike u Crnoj Gori, i pored činjenice da su u posljednje vrijeme učinjeni određeni pomaci u koordinaciji.

Jedna od najvažnijih preporuka u domenu koordinacije pomenutih politika jeste neophodnost bolje operativne usklađenosti, odnosno otklanjanja elemenata procikličnosti nastalog kao posljedica međusobno neusklađenih pravaca fiskalne i

monetarne politike u Crnoj Gori, što je u prethodnom predkriznom periodu svakako bilo izraženo, a što je kasnije u konačnom uticalo na ubrzanje pogoršavanja fiskalnih indikatora. Zato se koordinacija između politika, u funkciji ostvarivanja kontracikličnih efekata, nameće kao neophodnost.

Naime, u situaciji kada je crnogorska ekonomija pokazivala znake pregrijanosti, usljed iznenađujuće visokog priliva stranih investicija (40% BDP 2007. godine) i eksternog kreditiranja domaćeg bankarskog sektora (kreditni rast od 180% na godišnjem nivou na kraju 2007. godine), fiskalna i monetarna politika nijesu bile dovoljno sinhronizovane. Ovo iz razloga što je nakon udžbeničkog odgovora nosilaca fiskalne politike na iznenađujuće povećane prihode, manifestovanog u prijevremenoj otplati međunarodnih kredita iz viška prihoda nastalog u tom periodu, Vlada počela da vodi ekspanzivnu, a ne restriktivnu fiskalnu politiku kako ekonomska teorija nalaže. To na način što je krajem 2007. godine donijela odluku o povećanju zarada u javnom sektoru za 30%, što zajedno s povećanjem minimalne cijene rada za 10% jesu tipične prociklične mjere. Odsustvo koordinacije s monetarnom politikom je vidljivo u tome što je nedugo nakon toga, Centralna banka administrativnom mjerom bila prinuđena da ograniči kreditni rast koji je krajem 2007. godine bio na nivou od 180%, kako bi smanjila prethodno pomenuti efekat pregrijanosti. Na ovaj način manifestovano odsustvo koordinacije koje je izazvalo procikličan efekat, imalo je izuzetno negativan uticaj na buduća makroekonomska kretanja, i to odmah počev od 2008. godine pa na dalje. Problem pomenutog odsustva koordinacije i procikličan karakter ekonomske politike koji je nakon toga nastao, još je i veći ukoliko imamo u vidu ionako procikličan poreski sistem zbog uklonjenih automatskih stabilizatora,<sup>209</sup> te pojačanu osjetljivost budžeta na eksterne šokove tražnje i njegovu pojačanu oslonjenost na uvoz kao izvor fiskalnih prihoda. Uz to, važnost kvalitetne koordinacije je još i više povećana zbog dolarizovanog režima koji je u primjeni u Crnoj Gori, i činjenice da je koordinacija u takvom režimu još i važnija. Zato je koordinacija između fiskalne i monetarne politike u funkciji ostvarivanja kontracikličnih efekata za makroekonomsku stabilnost u Crnoj Gori presudna.

Korak ka boljoj koordinaciji pomenutih politika predstavlja i korišćenje operacija na otvorenom tržištu. Naime, Zakon o Centralnoj banci je otvorio mogućnost da u sprovođenju monetarne politike, Centralna banka može poslovati na finansijskim tržištima kupovinom, prodajom i zamjenom hartija od vrijednosti i drugih lako utrživih finansijskih instrumenata i kupovinom i prodajom plemenitih metala, odnosno da se može koristiti operacijama na otvorenom tržištu. Pri tom Centralna banka kupovinu i prodaju hartija od vrijednosti može sprovesti putem dva modela – trajnom transakcijom odnosno bazuslovnom kupovinom (bez obaveze ponovnog otkupa) i privremenom kupovinom (REPO transakcijom), dok bi sredstva za te namjena Centralna banka obezbjeđivala na osnovu odluke Savjeta Centralne banke.<sup>210</sup>

Međutim, ovaj instrument još uvijek nije upotrebljavan od strane Centralne banke. S tim u vezi bi bilo korisno da Centralna banka i Ministarstvo finansija sprovedu aktivnosti u pravcu stvaranja pretpostavki za korišćenje operacija na otvorenom tržištu, budući da bi njihova primjena mogla da doprinese razvoju domaćeg

---

<sup>209</sup> Usled koncepta proporcionalnog oporezivanja koji je u Crnoj Gori prisutan.

<sup>210</sup> S tim u vezi pogledati: Službeni list RCG. (2011c).

finansijskog tržišta i smanjenju problema spoljašnjeg duga koji ima konstantnu tendenciju rasta. Pri tom, treba imati u vidu da preduslov uspješnog sprovođenja operacija na otvorenom tržištu predstavlja razvijeno tržište vrijednosnih papira, različiti tipovi hartija od vrijednosti sa različitim rokovima dospjeća i adekvatna tražnja za hartijama od vrijednosti (Ćirović, 1995). U tom smislu stvaranje pretpostavki za uspostavljanje pomenutih preduslova ključnu je aktivnost koju bi monetarne i fiskalne vlasti u Crnoj Gori morale sprovesti kako bi stvatile preduslov za primjenu ovog instrumenta. Treba naglasiti da se s razvojem operacija na otvorenom tržištu, kao najčešće korišćenog i najefikasnijeg instrumenta monetarnog menadžmenta, doprinosi ne samo kvalitetnijoj koordinaciji monetarne i fiskalne politike, nego i ukupnoj efikasnosti finansijskog sistema uopšte.

Sljedeći prostor za unaprjeđenje koordinacije fiskalne i monetarne politike u Crnoj Gori je u oblasti upravljanja državnim dugom, koji je već dostigao kritičan nivo za ekonomski sistem kakav je crnogorski. U tom smislu je potrebno uticati na povećanje transparentnosti fiskalne politike, odnosno politike upravljanja javnim dugom u Crnoj Gori, iako je nakon otpočinjanja prakse donošenja Strategija upravljanja dugom unaprijeđena. Korak u tom pravcu predstavlja i nedavno usvajanje Zakona o budžetu i fiskalnoj odgovornosti, koji je predvidio da se Fiskalna strategija, koja predstavlja krovni dokument koji se donosi za period trajanja mandata Vlade, iz koje proizilaze i Smjernice fiskalne politike pa samim tim i Strategija upravljanja dugom, usvaja u skupštinskoj proceduri, čime je zagarantovana puna transparentnost i uključivanje javnosti. Transparentnost je važna zbog toga što se na ovaj način povećava vjerovatnoća da će menadžeri za upravljanje javnim dugom i kreatori monetarne politike postići punu saglasnost oko ciljeva, a zajednički ciljevi su važni s obzirom na nezavisnost instrumenata dvije politike.

Povećanju transparentnosti bi svakako doprinijelo i definisanje adekvatne uloge Skupštine Crne Gore u procesu odlučivanja o sadržaju Strategije, na način što bi se pronašao mehanizam da i ona bude konsultovana tokom njene izrade. Naravno, bilo bi neophodno obezbijediti odgovarajući tretman mišljenja koje po Zakonu o budžetu i fiskalnoj odgovornosti Centralna banka dostavlja na predlog strategije. Uključivanje Skupštine, kao i kvalitetan tretman dostavljenog mišljenja od strane Centralne banke, doprinio bi unaprjeđenju koordinacije dvije politike.

Koordinaciju između fiskalne (politike upravljanja javnim dugom) i monetarne politike bi svakako unaprijedilo i preciziranje obaveze pripreme Godišnjeg izvještaja o upravljanju javnim dugom, koji bi nakon usvajanja od strane Vlade bio dostupan javnosti, na osnovu čega bi javnost redovno dobijala informaciju o politici zaduživanja, u okviru kojeg bi jedan dio morao biti posvećen saradnji s Centralnom bankom prilikom izrade Strategije. Prepoznavanje obaveze usvajanja ovakve vrste dokumenta bi još više povećalo značaj same Strategije, ali što je još važnije, i poštovanje njenog sadržaja. S druge strane bi implementacija pomenutog rješenja predstavljala efikasno sredstvo i za odbijanje različitih vrsta političkih pritisaka vezanih za forsiranje kratkoročnog smanjenja troškova na uštrb dugoročnog, što bi bilo više nego korisno za menadžere za upravljanje javnim dugom.

Formalno regulisanje obaveze pravovremene razmjene informacija o prihodima i rashodima države i planovima zaduživanja između Ministarstva finansija i Centralne banke, bi takođe doprinijelo ne samo poboljšanju koordinacije, nego u konačnom i

povećanju likvidnosti finansijskog sistema, kao i usklađivanju instrumenata koji se koriste od strane nosilaca ovih politika.

Sljedeća preporuka za unaprjeđenje koordinacije bi se mogla vezati za potrebu uspostavljanja prakse organizovanja formalnih ili neformalnih sastanaka između menadžera za pravljanjem javnim dugom iz Ministarstva finansija i odgovarajućih predstavnika Centralne banke. Cilj organizovanja pomenutih sastanaka bi bio nalaženje mehanizma za raspravljanje o praktičnim aspektima sprovođenja smjernica odnosno politika, oko kojih je prethodno postignuta saglasnost u Strategiji, jer bi takav mehanizam takođe predstavljao još jedan od mogućih koraka koji bi unaprijedio koordinaciju dvije institucije, a samim tim i politike. Ovo iz razloga što je na primjer u slučaju intervencije od strane Ministarstva finansija na novčanom tržištu, prethodno potrebno postići dogovor s centralnom bankom vezan za instrumente, vrijeme i dospijeće hartija od vrijednosti koje su emitovane, kako rezultat te operacije ne bi bio suprotan namjerama Centralne banke usmjerenim u konačnom ka svojoj ustavnoj odgovornosti za finansijsku stabilnost.

S druge strane, zbog nedovoljne razvijenosti tržišta hartija od vrijednosti koje izdaje država, što jeste jedan od osnovnih preduslova uspješne koordinacije, potrebno i uspostaviti formalne odredbe o koordinaciji i zajedničkom djelovanju Centralne banke Crne Gore i Ministarstva finansija. Pomenute odredbe bi trebalo da imaju za cilj jačanje i razvoj tržišta hartija od vrijednosti koje izdaje država, koje je zbog siromašne finansijske strukture u suštini potpuno nerazvijeno. Kada je riječ o zaduživanju u cilju postizanja efikasnijeg upravljanja likvidnošću, potrebno je primijeniti strategiju fleksibilnijeg korišćenja domaćih državnih zapisa za poboljšano upravljanje gotovinom, budući da bi se na taj način očekivani troškovi mogli znatnije smanjiti zbog smanjenja prosječnih gotovinskih salda. Prostora za primjenu pomenute preporuke ima, budući da postoji sasvim zadovoljavajuća likvidnost bankarskog sistema Crne Gore, koja u narednom periodu značajnije neće biti mijenjana, uzimajući u obzir srednjoročne makroekonomske projekcije kao i visinu ključnih pokazatelja likvidnosti, koji su u toku 2013. godine postigli značajan rast na godišnjem nivou.<sup>211</sup>

Stiče se utisak da je takođe potrebno na odgovarajući način tretirati veću obaveznost poštovanja ciljeva i smjernica navedenih u Strategiji upravljanja dugom. Ovo iz razloga što to u dosadašnjem periodu od kada postoji obaveznost izrade pomenutih strategija, katkad nije bio slučaj, što je samo jedan u nizu razloga koji je uticao na pogoršanje fiskalnih parametara vezanih za javni dug.

Uzimajući u obzir povećan značaj koordinacije fiskalne i monetarne politike u Crnoj Gori zbog primjene režima eurizacije, kao i činjenicu da je ključni izazov za naše javne finansije kvalitetnije upravljanje javnim dugom u funkciji njegovog smanjenja u narednom periodu, korisnim se nameće i eventualno uspostavljanje koordinacionih komiteta odnosno grupa za koordinaciju pomenutih politika, formalno ili neformalno konstituisanih, a sastavljenih od strane predstavnika Ministarstva finansija i Centralne banke koji se bave poslovima vezanim za upravljanje javnim dugom. Na ovaj način bi ne samo bila poboljšana koordinacija, nego i efikasnost ovih politika, posebno u dijelu koji se odnosi na regulisanje visine kamatnih stopa, budući da bi se tako usklađivale

---

<sup>211</sup> U vezi ključnih pokazatelja likvidnosti bankarskog sistema pogledati: Centralna banka, 2014.

kamatne stope na primarnom tržištu i kamatne stope u domenu regulative monetarne politike Centralne banke. Funkcija pomenutih komiteta (grupa) može biti savjetodavna, planska ili usmjerena ka kreiranju politike, status može biti formalan ili neformalan, dok njihov sastav može biti vezan za visoke ili niže nivoe menadžmenta, što sve skupa u konačnom zavisi od čitavog niza faktora koje treba uzeti u obzir prilikom donošenja konačne odluke.

Jedan od preduslova uspješne koordinacije monetarne i politike upravljanja javnim dugom je i nezavisnost Centralne banke. Nezavisnost je jednim dijelom i rezultat tretmana dobiti odnosno gubitka s kojim se Centralna banka suočava. U Crnoj Gori je zakonski uređen pomenuti tretman, na način što se dobit raspoređuje u opšte rezerve u visini od 50% ostvarene dobiti, dok nivo opštih rezervi ne dostigne 10% ukupnih finansijskih obaveza Centralne banke. Drugi dio se raspoređuje u specijalne rezerve u skladu s odlukom Savjeta Centralne banke, dok je preostali dio prihod budžeta države. Zakonsko uređenje tretmana dobiti i gubitka doprinosi povećanju nezavisnosti Centralne banke Crne Gore. Međutim, utisak je da bi u slučaju postojanja opasnosti od kreiranja inflatornih pritisaka bilo neophodno spriječiti transfer dobiti u budžet, što bi bio doprinos punoj institucionalnoj nezavisnosti Centralne banke, što je u konačnom i preduslov kvalitetnije koordinacije s politikom upravljanja javnim dugom.

## **ZAKLJUČNA RAZMATRANJA**

Osnovna pretpostavka za adekvatnu ekonomsku politiku, kako u klasičnoj tako i u novoj teoriji, predstavlja kvalitetno upravljanje višefaznim procesom, koji u konačnom podrazumijeva pravovremeno definisanje njenih opštih i posebnih ciljeva, odabir potrebnih instrumenata, primjenu odgovarajućih mjera, koordinaciju pomenutih aktivnosti, kao i držanje pod kontrolom brojnih ograničenja koja sam proces čine složenijim.

Teorijsko uobličavanje monetarne i fiskalne politike, u okviru doktrinarnog pristupa, nedvosmisleno ukazuje da i kod starijih i novijih teorijskih koncepcija postoje pojedinačne ideje koje su u savremenim uslovima aktuelne i prihvatljive. To se ne bi moglo reći za čitave sisteme ekonomske teorije zaokružene ekonomskim školama, karakterističnim za pojedine vremenske periode, koje zbog toga treba isključivo posmatrati u kontekstu vremena u kojem su nastajale.

Pored činjenice da je novim klasičarima najviše zamjerano ignorisanje postojanja brojnih nesavršenosti tržišta, a novim kejnzijancima nepovezanost brojnih međusobno različitih modela koji nemaju opštu nego ad hoc primjenu, krajem XX vijeka dolazi do uspostavljanja novog konsenzusa u ekonomskoj politici. U periodu novog konsenzusa ekonomska teorija je bila relativno zaokružena, a zasluge za tendencije poput relativno niske i stabilne inflacije i odsustva izraženijih cikličnih fluktuacija makroekonomisti su sebi pripisivali.

U periodu novog konsenzusa se smatralo da je najbolji dugoročni efekat koji monetarne vlasti mogu da postignu u jednoj ekonomiji ostvarivanje niske i stabilne inflacije, zato što završetak procesa usklađivanja na strani monetarne ponude, na dugi rok, dovodi samo do promjena cijena, a ne i dugoročnih promjena proizvodnje i zaposlenosti. Kako je nesumnjivo da monetarna stabilnost (cjenovna i valutna) ima važne benefite, u predkriznom periodu je predstavljala osnovni cilj monetarne politike. Iako je aktuelna ekonomska kriza ozbiljno poljuljala povjerenje u nosioce monetarne politike i učinila potrebnim preispitivanje pojedinih segmenata na kojima je počivala teorija monetarne politike, najveći dio prihvaćene teorije će ipak ostati nepromijenjen. To se odnosi i na ulogu monetarne politike, odnosno njen krajnji cilj kojem bi morala težiti, jer se cjenovna stabilnost ne dovodi u pitanje, s obzirom na njenu kompatibilnost s finansijskom stabilnošću, koja posljednjih godina dobija na značaju, i koju većina centralnih banaka danas prepoznaje kao njen osnovni cilj.

Strategija fleksibilnog inflacionog targetiranja predstavlja obavezu centralne banke da stabilizuje inflaciju oko targetiranog nivoa u dugom roku, najčešće na eksplicitnom numeričkom nivou, ali i mogućnost da stabilizuje output oko prirodne stope u kratkom roku. Predstavljala je u teoriji najprihvaćeniji, a u praksi najpotvrđeniji strateški okvir monetarne politike u predkriznom periodu. Kao intermedijarni target se najčešće koristila zona inflacije, u vidu bazne stope inflacije, koja se kretala u rasponu od 1% do 4%, a targetni period za koji se posmatrala odnosio se na period od jedne do četiri godine. Pravac u kojem će se, pod uticajem krize, izvršiti modifikacija, za sada najprihvatljivijeg strateškog okvira, zavisiće od odnosa prema dilemama koje su u akademskim krugovima otvorene.

Dileme se, prije svega, odnose na pitanje podizanja inflacionog targeta u cilju stvaranja većeg prostora u periodu finansijskih i ekonomskih poremećaja koji u odnosu na agregatnu tražnju mogu nastati, kako bi se otvorio prostor za primjenu

ekspanzivne monetarne politike, i kako bi se smanjio problem nulte donje granice. Ozbiljno će se razmatrati i zamjena targetiranja inflacije targetiranjem agregatnog nivoa cijena, čija će primjena predstavljati automatski stabilizator, u cilju smanjenja inflacionih očekivanja, stabilizacije stope inflacije, kao i manje varijacije autputa. Centralne banke će u narednom periodu umjesto stavljanja fokusa na čišćenje posljedica pucanja imovinskog balona, svoje aktivnosti usmjeriti u pravcu sprječavanja njegovog nastanka. U tom smislu će primjenjivati mikroprudencionu superviziju usmjerenu ka ograničavanju kreditnih balona, makroprudencionu regulaciju i superviziju koja bi pratila dešavanja na ukupnom kreditnom tržištu, kao i tzv. kanal preuzimanja rizika monetarne politike.

Najčešće isticani ciljevi fiskalne politike odnose se na optimalnu alokaciju resursa, pravednu raspodjelu dohotka, ekonomsku stabilizaciju i privredni rast. Kako je u periodu novog konsenzusa dovedena u pitanje mogućnost pravovremenog njenog djelovanja, zbog ograničene mogućnosti predviđanja privrednih ciklusa, postojanja problema kašnjenja efekata fiskalne politike, kao i djelovanja efekta istiskivanja, nije se preporučivalo korišćenje fiskalne politike u stabilizacione svrhe, posebno ne u akademskim krugovima, već je istican značaj automatskih stabilizatora.

Postkrizni period mijenja osnovne principe na kojima je počivala fiskalna politika u predkriznom periodu, vraćajući joj centralnu ulogu kao instrumentu ekonomske politike. Postaje evidentno da fiskalna politika s instrumentima i mjerama regulacije generalno može uticati na stabilizacione odnosno razvojne ciljeve koji se pred nju postavljaju, zbog čega danas predstavlja bitan i nezaobilazan instrument za kratkoročnu stabilizaciju privrede u suočavanju s nedovoljnom tražnjom.

Preduslov uspješnosti stabilizacione fiskalne politike, mnogo više nego što se smatralo u predkriznom periodu, zavisi od veličine fiskalnog prostora, koji je značajan za agresivan odgovor na kolaps agregatne tražnje izazvan krizom. Nedostatak fiskalnog prostora ograničava nosioce fiskalne politike da koriste podsticaje u vidu fiskalnih stimulansa, čime se dovodi u pitanje mogućnost korišćenja fiskalne politike za ostvarivanje stabilizacionih i kontracikličnih ciljeva. Efikasnost stabilizacione fiskalne politike zavisi i od načina kreiranja automatskih stabilizatora, koji mogu biti dvojaki, od kombinacije javne potrošnje i elastičnosti javnih prihoda u zavisnosti od veličine autputa, do promjene poreske politike i dizajniranja fiskalnih pravila. Savremena istraživanja nedvosmisleno potvrđuju potrebu unaprjeđenja automatskih stabilizatora, jer ne proizvode negativno dejstvo na javne finansije poput diskrecione fiskalne politike, nije potrebna politička odluka budući da automatski djeluju, a takođe se ne suočavaju sa spoljašnjim i unutrašnjim vremenskim kašnjenjima.

Kako efekti korišćenja instrumenatrijuma monetarne i fiskalne politike često mogu imati konfliktan karakter, potrebno je uspostaviti adekvatan mehanizam koordinacije nosilaca ovih politika, u cilju ostvarivanja krajnjih ciljeva ekonomske politike. Izostanak koordinacije između dvije politike dovodi do Nashovog ekvilibrijuma, karakterističnog po visokim kamatnim stopama i deficitu budžeta, koji nastaje kao rezultat pretjerano restriktivne monetarne i nepotrebno ekspanzivne fiskalne politike.

Monetarna politika uticajem na kamatne stope i njihovu ročnu strukturu, inflaciju i inflaciona očekivanja ima veoma izražene fiskalne konsekvence. Fiskalna politika ostvaruje uticaj na monetarnu politiku putem niza direktnih i indirektnih kanala, od



kojih su najvažniji pritisak na monetarne vlasti izazvan fiskalnim deficitima (bez obzira da li se pokrivaju monetizacijom ili finansiranjem na tržištu), uticaj indirektnih poreza na nivo cijena, uticaj na inflaciju kroz efekte fiskalne politike na agregatnu tražnju, kao i indirektan uticaj koji očekivanja, kreirana od strane nosilaca fiskalne politike, mogu imati na monetarnu politiku. Funkcionalna i institucionalna povezanost monetarne i fiskalne politike posebno dolazi do izražaja kod načina na koji se finansira budžetski deficit, upotrebljavaju sredstva nastala iz budžetskog suficita, odnosno upravlja javnim dugom.

Nezaobilazan element za pospješivanje koordinacije predstavljaju eksplicitna i implicitna rješenja, kod kojih se eksplicitna primjenjuju u zemljama koje nemaju tradiciju funkcionisanja finansijskih tržišta, dovoljnu dubinu tržišta i instrumenata kojima se na njemu trguje, dok se u suprotnom koriste implicitna rješenja. Neophodan preduslov za koordinaciju monetarne i fiskalne politike predstavlja korišćenje različitih formi institucionalnih i operativnih aranžmana, čiji će efekat primjene i adekvatnost zavisiti od mnoštva faktora koji u različitim državama djeluju, a u koje spadaju: aranžmani za nezavisnost centralne banke, aranžmani za prevenciju i rješavanje konflikata, aranžmani za limitiranje direktne kreditne podrške centralne banke državi, aranžmani za uravnotežen budžet odnosno limitiran deficit, aranžmani valutnog odbora, kao i različiti oblici formalnih ili neformalnih koordinacionih komiteta ili grupa uspostavljenih radi koordinacije monetarne i politike upravljanja javnim dugom.

Savremena teorijska i empirijska istraživanja su dokazala da monetarna politika može predstavljati značajan instrument za podsticanje privredne aktivnosti, odnosno da postoji međuzavisnost i pozitivna korelacija između ponude novca i privrednog rasta, što posebno dobija na značaju nakon Velike ekonomske krize. Pomenuta saglasnost ne postoji kada je riječ o načinu funkcionisanja monetarnog transmisionog mehanizma, odnosno ostvarivanja uticaja monetarne politike na output.

Preovladava stav da neoklasični kanali, koji funkcionišu pod pretpostavkom savršenih finansijskih tržišta, a koji podrazumijevaju – efekat kamatne stope na investiciju, potrošnju, bogatstvo i intertemporalni efekat supstitucije na potrošnju, kao i efekat trgovine kroz devizni kurs, predstavljaju ključne kanale za makroekonomsko modeliranje. Za neneoklasične kanale, koji inače podrazumijevaju nesavršena tržišta, a u koje spadaju – efekat na ponudu kredita kroz državnu intervenciju na kreditnom tržištu, bankarski kanali i kanali bilansa stanja, još uvijek nema teorijske i empirijske potvrde na potrebnom nivou koji objašnjavaju način njihovog funkcionisanja.

Razvojna fiskalna politika s brojnim raspoloživim instrumentima i mjerama regulacije predstavlja značajan mehanizam za podsticanje privrednog rasta, iako još uvijek ne postoji saglasnost o efektima odnosno intenzitetu i dometu ove vrste fiskalne politike, što je nakon najnovije krize ponovo dodatno aktuelizovano. Ekspanzivna fiskalna politika podstiče agregatnu tražnju u kratkom roku, dok je uticaj na BDP različit u zavisnosti od vrste instrumenta koji se koristi.

Ključni elementi od kojih zavisi efikasnost razvojne fiskalne politike, odnosno visina fiskalnog multiplikatora, jesu priroda fiskalnih stimulansa (izbor poreskih podsticaja i javne potrošnje, alokacija potrošnje unutar tekućih i kapitalnih izdataka) i fiskalni prostor, odnosno vrsta poreza, vrsta javne potrošnje i tip budžetske politike. Visina

multiplikatora koji se odnosi na poreze i transferna davanja skoro je upola manja od onih koji se odnose na potrošnju. Unutar javne potrošnje, javne investicije imaju veći multiplikator od ostalih oblika. Multiplikator javnog duga je veći od smanjenja poreza, a njegov intenzitet je manji što je veličina države manja. Ekspanzivna fiskalna politika generiše povećanje privatne potrošnje jedino u slučaju postojanja održivog nivoa javnog duga u zemlji, dok u suprotnom ima negativan efekat, koji se kod razvijenih zemalja ogleda u smanjenju BDP za 1% ako je racio javni dug/BDP iznad 90%.

Uzimajući u obzir da su monetarna i fiskalna politika funkcionalno i institucionalno međuzavisne u mnogim oblastima, osiguranje dovoljne tražnje usmjereno u pravcu dinamiziranja privredne aktivnosti nemoguće je bez kombinovane primjene instrumentarijuma monetarne i fiskalne politike. Bez obzira na prednosti i ograničenja, kao i karakter i mehanizam djelovanja ovih politika usmjerenih u pravcu rješavanja određenih problema, niti jedna od njih sama za sebe nije dovoljna za ostvarivanje željenog krajnjeg cilja, budući da bi odsustvo potrebne koordinacije vodilo ka finansijskoj nestabilnosti.

Koordinacija monetarne i fiskalne politike je neophodan preduslov za uspješnost antiinflacione stabilizacione politike. Bez obzira što ekonomska teorija iz predkriznog perioda ne preporučuje korišćenje stabilizacione fiskalne politike, savremena postkrizna teorija u fiskalnoj politici vidi snažan instrument za postizanje cjenovne stabilnosti, za čiju uspješnost je važna odgovarajuća interakcija s monetarnom politikom. Aktuelna istraživanja dokazuju da fiskalna politika djeluje direktno na unutrašnju tražnju i potrošnju a indirektno na platno–bilansne odnose, dok monetarna politika ostvaruje indirektan uticaj na internu ravnotežu i agregatnu tražnju, a direktan na spoljašnju ravnotežu. Zato se sugerije korišćenje fiskalne politike za uspostavljanje unutrašnje ravnoteže (puna zaposlenost bez inflacije), budući da se ekspanzivnom fiskalnom politikom ostvaruje manji uticaj na rast kamatne stope i pad investicija, što za posljedicu ima manji efekat istiskivanja. Nasuprot tome, monetarna politika je efikasnija za postizanje spoljašnje ravnoteže (platno–bilansna ravnoteža uz stabilan devizni kurs). Jedino kombinacijom monetarne i fiskalne politike moguće je ostvariti i unutrašnju i spoljašnju ravnotežu, jer bi u suprotnom ostvarenje jednog cilja moralo izostati.

U režimu fleksibilnog deviznog kursa, monetarna politika je veoma efikasan instrument za ostvarivanje uticaja na dohodak, dok je fiskalna politika neefikasna. Nasuprot tome, u režimu fiksnog deviznog kursa, monetarna politika je neefikasan instrument za ostvarivanje uticaja na dohodak, dok efikasnost fiskalne politike zavisi od mobilnosti kapitala, budući da je njena efikasnost veća u slučaju velike mobilnosti, i obrnuto.

Efikasnost monetarne i fiskalne politike može ozbiljno biti dovedena u pitanje ukoliko se ne pokloni adekvatna pažnja vremenskoj nekonzistentnosti i problemu kašnjenja. Najnovija istraživanja su potvrdila da ukupno spoljašnje i unutrašnje kašnjenje, karakteristično za obje politike, traje do 24 mjeseca, čime je ponovo istaknuta relevantnost ovog problema i neophodnost njegovog uzimanja u obzir prilikom koncipiranja odgovarajuće ekonomske politike.

Savremena teorija upravljanja javnim dugom ističe fundamentalnu povezanost između ekonomske stabilnosti i održivosti duga, čime je porasla potreba za unaprjeđenjem politike javnog duga. Jedan od načina za unaprjeđenje predstavlja razvoj i primjena institucionalnih i operativnih aranžmana, odnosno izbor lokacije funkcije za upravljanje javnim dugom, koje mogu biti varijacije rješavanja vezanih za ministarstvo finansija, posebnu organizacionu jedinicu unutar ministarstva finansija (preporučuje se zemljama u razvoju), centralnu banku (90-tih godina napušten koncept) ili posebnu instituciju za upravljanje javnim dugom (preporučuje se državama sa razvijenim finansijskim tržištem).

Strateška povezanost i međuzavisnost monetarne i fiskalne politike posebno dolazi do izražaja u politici javnog duga, budući da se u njoj dvije politike preklapaju. Upravljanje javnim dugom se odražava na fiskalnu politiku uticanjem strukture duga na troškove njegovog finansiranja. Veza sa monetarnom politikom se ostvaruje valutnom strukturom duga i načinom zaduživanja na finansijskom ili nefinansijskom sektoru, s obzirom da će od toga zavisiti intenzitet uticaja na monetarne agregate, količinu novca u opticaju i visinu deviznog kursa, a samim tim i visinu kamatnih stopa.

Nezavisna politika upravljanja javnim dugom nakon najnovije krize dobija na značaju, jer interakcija s monetarnom i fiskalnom postaje izraženija. Neophodnost uspostavljanja snažne koordinacije monetarnih i fiskalnih vlasti i menadžera za upravljanje javnim dugom naročito je važna u situaciji fiskalne dominacije, u kojoj je prisutna izražena fiskalna slabost, neizvjesnost u pogledu visine kamatnih stopa, kao i visok nivo državnog duga, zbog čega je potrebna promjena dosadašnjeg načina funkcionisanja.

Promjene u ekonomskom politici pojedinačnih zemalja izazivaju uticaj na blagostanje drugih, stvarajući na taj način eksternalije, koje prave konflikt među politikama i dovode do Pareto neefikasnih ishoda. Dakle, mogućnost da pojedinačna težnja za ostvarivanjem nacionalnih ciljeva ekonomske politike može rezultirati neželjenim nivoom autputa za svijet u cjelini, ključni je razlog zašto je potrebno imati međunarodnu koordinaciju ekonomskih politika, u različitim oblicima, u današnjoj međusobno integrisanoj svjetskoj ekonomiji. Velika ekonomska kriza i globalni poremećaji koje je izazvala, povećali su značaj međunarodne koordinacije, posebno sada kada treba uspostaviti osnov za ekonomski oporavak na globalnom planu.

Bez obzira da li je riječ o potpunoj ili djelimičnoj, koordinacija se može realizovati putem mehanizma zasnovanog na korišćenju čvrstih pravila kojih se kreatori ekonomskih politika moraju pridržavati, ili, nasuprot tome, primjenom diskrecionih mjera. Ipak, savremena teorija dokazuje da je kod međunarodne koordinacije ekonomskih politika najveći broj uspješnih primjera zasnovan na pravilima.

Osnovni cilj monetarne politike u EMU je stabilnost cijena, koja se ostvaruje putem održavanja godišnjeg harmonizovanog indeksa potrošačkih cijena ispod, ali blizu 2% u srednjem roku. Prihvaćen je pristup dugoročne neutralnosti novca, zbog čega se smatra da je najviše što monetarna politika može da uradi, u cilju dostizanja potencijalno mogućeg privrednog rasta, obezbjeđenje stabilnog nivoa cijena.

ECB primjenjuje kombinovanu strategiju monetarne politike budući da se oslanja na strategiju monetarnog targetiranja, koja sadrži i elemente inflacionog targetiranja. Umjesto čistog oblika monetarnog targetiranja, primjenjuje se blaži oblik vezan za referentnu vrijednost monetarnog agregata M3, koja iznosi 4,5%. Međutim, uzimajući u obzir empirijska istraživanja, nakon 2000. godine se polazi od pretpostavke da M3 nije stabilan, budući da je od uvođenja eura godišnji rast ovog agregata gotovo uvijek iznad njegove referentne vrijednosti.

Velika ekonomska kriza je dovela do preispitivanja strategije ECB i otvorila nekoliko dilema, od kojih je prva vezana za potrebu podizanja inflacionog targeta sa 2% na 4%, kako bi se stvorilo više prostora u periodu finansijskih i ekonomskih poremećaja. Uz to se ozbiljno razmatra mogućnost da se za target uzima agregatni nivoa cijena. Treća dilema se odnosi na targetiranje tržišta aktive odnosno cijena imovine (poput akcija i obveznica), i to na način što bi se u normalnim okolnostima targetirala stopa inflacije, dok bi se u izuzetnim kriznim okolnostima pratile i cijene imovine.

ECB u funkciji ostvarivanja stabilnosti cijena kao primarnog cilja kojem teži, koristi set tržišno orijentisanih indirektnih instrumenata. Operacije na otvorenom tržištu su najvažniji instrument kod kojih ECB povećanjem ili smanjenjem kamatnih stopa na finansijske operacije ostvaruje uticaj na visinu tržišnih kamatnih stopa, a promjenama vezanim za količinu ponude ostvaruje direktan uticaj na količinu likvidnih sredstava. Drugi instrument su kratkoročni prekonoćni krediti sa unaprijed utvrđenom kamatnom stopom. Obavezne rezerve, kao treći instrument imaju korektivnu funkciju i služe za stabilizovanje kamatne stope na tržištu, ali i za kontrolu monetarnog rasta.

Predkrizni mehanizam koordinacije, u dijelu monetarne politike, nije bio održiv jer se zasnivao na nacionalnim pravilima i nacionalnim mjerama za spašavanje finansijskih institucija, uz minimalnu koordinaciju koja je postojala na nivou EU. Takođe je nesumnjivo potvrđeno da je predkrizni okvir za superviziju finansijskog sektora ranjiv na šokove, da ne posjeduje instrumente za suočavanje sa sistemskim krizama kao i da nema odgovor na propadanje velikih prekograničnih banaka. Pomenuti mehanizam koordinacije takođe nije obezbijedio adekvatnu kapitalizaciju banaka, kao ni superviziju tržišta kapitala i osiguravajućih društava. Sistem zaštite depozita nije bio na adekvatnom nivou, a postojala je i neprihvatljivo bliska veza između banaka i države, jer osim sredstava poreskih obveznika nijesu postojali drugi mehanizmi za rješavanje problema banaka.

Zato se uspostavlja novi nadzorni okvir za EU – Evropski sistem finansijskih supervizora (u okviru kojeg su osnovana tri nova organa za superviziju finansijskih aktivnosti: Evropski organ za bankarstvo, Evropski organ za hartije od vrijednosti i tržište i Evropski organ za osiguravajuća društva i penzije) i Evropski odbor za sistemski rizik. Odnosno, pod uticajem krize se uspostavlja Jedinstveni nadzorni mehanizam za banke, čime ECB postaje institucija u kojoj je centralizovana bankarska supervizija i koja je odgovorna za funkcionisanje mehanizma, što inače predstavlja prvi korak prema bankarskoj uniji.

Najznačajniji instrument ekonomske politike unutar država članica EMU je nacionalna fiskalna politika, koja je ograničena nadnacionalnim fiskalnim pravilima sadržanim u Ugovoru iz Maastrichta i Paktu za stabilnost i rast, koji se sastoji od definisanja prekomjernih deficita, utvrđivanja preventivnih mjera u funkciji

izbjegavanja pretjeranih deficita i korektivnih mjera odnosno procedura u slučaju prekomjernih deficita. Pogoršanje fiskalnih indikatora, krutost i nedovoljna fleksibilnost, uniformnost i nepoklanjanje potrebne pažnje specifičnim okolnostima unutar pojedinih država članica, uslovile su potrebu reformisanja Pakta u dijelu njegovih preventivnih i korektivnih mjera 2005. godine.

Predkrizni mehanizam koordinacije fiskalnih politika nije sačuvao fiskalnu disciplinu, nije osigurao dovoljan fiskalni prostor, nije omogućio djelovanje automatskim stabilizatorima u kriznim uslovima, niti je bio dovoljno strog pa samim tim ni podsticajan za poštovanje od strane država članica. Preventivne mjere odnosno sistem ranog upozorenja, kratkoročni nadzor, korektivne mjere odnosno procedure u slučaju prekomjernih deficita, takođe nijesu odbacile očekivan rezultat.

Kao rezultat toga, javila se potreba za novom reformom Pakta, koja je uslijedila usvajanjem Paketa od šest propisa, Paketa od dva propisa, kao i Fiskalnog pakta, koji predstavlja sastavni element Ugovora o stabilnosti, koordinaciji i upravljanju. Sve pomenute reforme koje se odnose na fiskalnu politiku u EMU znače korak bliže stvaranju fiskalne unije.

Poreska harmonizacija u EU ima za cilj postizanje većeg stepena neutralnosti na jedinstvenom evropskom tržištu, kako bi se izbjegle mjere fiskalne politike nacionalnih država koje bi mogle negativno da se odraze na funkcionisanje zajedničkog tržišta, da sputaju mobilnost faktora proizvodnje i otežaju racionalnu alokaciju resursa. Osim poreske harmonizacije, među članicama EU takođe dolazi i do poreske konkurencije. Poreska konkurencija osim pozitivnih efekata, koji se odnose na povećanje opšteg blagostanja, povećanu efikasnost finansijskih tržišta, smanjenje poreskih stopa, širenje poreskih osnovica, podsticanje priliva investicija, stimulisanje efikasnijeg ponašanja donosilaca odluka, ima i negative efekte, zbog čega poprima karakter nepravične konkurencije. Zato je u EU razvijen model sprječavanja štetne poreske konkurencije, koji se zasniva na Rudingovom izvještaju, izvještajima Primarolo grupe, odnosno dokumentima Evropske komisije (Oporezivanje u EU i Kodeks ponašanja za oporezivanje poslovne aktivnosti). Veličina poreske konkurencije u EU se izražava preko implicitne poreske stope na kapital i poslovni prihod.

Budžet EU, kao jedini instrument sprovođenja zajedničke fiskalne politike na nivou Unije, predstavlja složen mehanizam s brojnim specifičnostima različitim od nacionalnih budžeta. Specifičnosti se odnose na: netipičnost prihodne i rashodne strane budžeta, njegovu veličinu, značajno manju dinamiku rasta u odnosu na nacionalne budžete, obavezu striktnog uravnoteženja, dominantan investicioni karakter, kao i posebnost vezana za mogućnost zaduživanja i pozajmljivanja sredstava korisnicima budžeta.

Pod uticajen niza faktora koji su posebno došli do izražaja nakon suočavanja s posledicama Velike ekonomske krize, postaje evidentno da postoji potreba reforme budžeta EU, i to kako njegove prihodne i rashodne strane, tako i budžetske procedure. Ključni problemi na rashodnoj strani su rigidnost, krutost i nemogućnost finansiranja danas najaktuelnijih problema unutar Unije, dok je na prihodnoj strani potrebno izvršiti postepenu zamjenu doprinosa nacionalnih država sopstvenim prihodima budžeta EU. S tim u vezi je počev od 2014. godine doprinos država članica

pojednostavljen ukidanjem prihoda od dijela PDV-a, uspostavljen je novi sistem privremenih korekcija koji će zamijeniti sve postojeće mehanizme, a porez na finansijske transakcije i sopstveni izvor prihoda od PDV-a će biti implementirani do 2018. godine.

Prelivanje politika unutar EMU je različito, i ostvaruje se različitim kanalima. U kontekstu monetarne unije dolaze do izražaja preliivanja vezana za autput, cjenovno preliivanje, preliivanje kamatnih stopa, preliivanje deviznog kursa, preliivanje javnog duga, kao i preliivanja vezana za fiskalnu teoriju nivoa cijena.

Veličina prekograničnih fiskalnih preliivanja i prisustvo negativnih eksternalija zbog kojih dolazi do neoptimalnog rezultata ekonomskih politika, ključni su argumenti koji idu u prilog uspostavljanju odgovarajućeg mehanizma koordinacije monetarne i fiskalne politike u EU, bez obzira na činjenicu što povećan broj zemalja članica i njihova snažnija heterogenost usložnjava proces. Kriza je učinila vidljivijim izazove prisutne u eurozoni, posebno one vezane za održivost javnih finansija i privredni rast, kao i destabilizirajuću ulogu neravnoteža i raznih konkurentskih mimoilaženja.

Novi okvir za ekonomsko upravljanje, ili novi instrumenti nadzora i koordinacije fiskalnih odnosno ekonomskih politika unutar EU, predstavljaju odgovor na nedostatke, koji su nakon krize postali očigledniji i izraženiji. Instrumenti nadzora i koordinacije nastaju kao rezultat odsustva institucionalnog okvira potrebnog za korekciju makroekonomskih neravnoteža neophodnih za adekvatnu koordinaciju monetarne i fiskalne politike. Evropski stabilizacioni mehanizam će poboljšati krizni menadžment EU, dok će Euro plus paket i Evropski semestar, kao novi instrument nadzora i koordinacije ekonomskih politika, značajno unaprijediti koordinaciju ekonomskih politika, uprkos postojanju propusta koji postaju evidentni ubrzo nakon početka njegove primjene. Evropski semestar, čija je suština da se preporuke i rana upozorenja daju unaprijed, za razliku od dosadašnjeg pristupa koji je funkcionisao po principu naknadnog ocjenjivanja i korigovanja, počiva na tri stuba. Prvi se odnosi na koordinaciju ekonomske politike putem Strategije 2020 i Integrisanih smjernica, drugi je vezan za koordinaciju fiskalne politike odnosno za Pakt za stabilnost i rast, dok je treći zasnovan na makroekonomskom nadzoru.

U uslovima eurizovane crnogorske ekonomije, fiskalna politika postaje najznačajniji i jedini relevantan instrument makroekonomskog menadžmenta. Na taj način dobija presudnu važnost za upravljanje snažnim pritiscima tražnje i ostvarivanje brojnih razvojnih, stabilizacionih i redistributivnih ciljeva.

S tim u vezi, minimalan je efekat primjene ekspanzivne fiskalne politike u vidu povećanja javnih rashoda, a u cilju ostvarivanja pozitivnog uticaja na privredni rast. Uz to je i prostor za primjenu potrošen, zbog čega je fiskalno prilagođavanje znatno prihvatljivija opcija od povećanja javne potrošnje usmjerene u pravcu podsticanja privredne aktivnosti. U cilju ubrzanja rasta zaposlenosti, Crna Gora u dugom roku mora da se koncentriše na fiskalnu politiku zasnovanu na produktivnosti koja podstiče znanje, a u kratkom roku na održivost javnih finansija, imajući u vidu zabrinjavajuće fiskalne indikatore. Usljed nemogućnosti korišćenja ključnih instrumenata monetarne politike u stabilizacione svrhe, uticaj na stopu inflacije se značajno može ostvariti instrumentarijumom fiskalne politike. Najčešća primjena jedinstvene proporcionalne poreske stope i odsustvo progresivnosti u oporezivanju uklonilo je automatske

stabilizatore iz poreskog sistema Crne Gore, i pojačalo je elemente procikličnosti. Zato su jedini instrument za otklanjanje nepravilnosti u raspodjeli dohotka transferi za socijalnu zaštitu, zbog čega je izazov za redistributivnu fiskalnu politiku posebno izražen.

Zvanična unilateralna eurizacija je Crnoj Gori donijela brojne pozitivne efekte, poput ograničavanja zloupotrebe monetarne politike, smanjenja stope inflacije, stabilizacije autputa, razvoja bankarskog sistema, povećanja fiskalne discipline, lakšeg uvođenja tvrdog budžetskog ograničenja, eliminisanja valutnog rizika, smanjenja transakcionih troškova i slično. I pored brojnih pozitivnih tendencija prisutnih u Crnoj Gori nakon uvođenja eurizacije, pogrešno bi bilo sve to vezivati isključivo za režim monetarne politike koji je primijenjen, s obzirom da ni troškovi eurizacije nijesu mali, a najizraženiji je gubitak suvereniteta monetarne politike.

Centralna banka Crne Gore nije u punom smislu te riječi menadžer monetarnog sistema, jer u eurizovanom režimu može biti uključena u menadžment likvidnosti, ali ne i u potpunosti u monetarni menadžment. Bez obzira na tu činjenicu, monetarni okvir u Crnoj Gori prepoznaje četiri instrumenta monetarne politike, od kojih je do sada dominantno korišćen jedino instrument obavezne rezerve.

Na osnovu analize kriterijuma održivosti duga, zaključuje se da trenutno javni dug predstavlja veće opterećenje javnih finansija, kao i da će predstavljati srednje opterećenje onda kada Crna Gora ostvari primarni suficit od 1,9% BDP, realan rast od 3,5% i cijenu zaduženja od 5,6%. Zbog toga je neophodno popravljavanje fiskalne pozicije zemlje, s obzirom da stabilizacija javnih finansija s trenutnim makroekonomskim parametrima i visokim kamatnim stopama, ne može biti održiva na dugi rok.

Crna Gora u formalnom smislu ispunjava najveći dio preporuka u smislu institucionalnih i operativnih aranžmana potrebnih za koordinaciju, na kojima se u relevantnim istraživanjima insistira – nezavisna Centralna banka, način tretiranja dobiti (gubitka), mehanizam za razmjenu informacija monetarnih i fiskalnih vlasti, limitiranje direktnih kredita centralne banke državi, fiskalna pravila, uspostavljanje koordinacionih komiteta. Aranžmani za koordinaciju fiskalne i politike likvidnosti sprovode se putem Savjeta za finansijsku stabilnost, preporuka Centralne banke za vođenje ekonomske politike, mišljenja Centralne banke na određene predloge zakona, povremenih radnih grupa formiranih od predstavnika monetarnih i fiskalnih vlasti, kao i neposredne komunikacije između Centralne banke i Ministarstva finansija.

Koordinaciju fiskalne i monetarne politike (politike likvidnosti) u Crnoj Gori potrebno je dodatno unaprijediti, i pored određenih pozitivnih pomaka napravljenih u posljednje vrijeme. Neophodno je napraviti bolju operativnu usklađenost u smislu otklanjanja elemenata procikličnosti u djelovanju politika, stvoriti pretpostavke za eventualno korišćenje operacija na otvorenom tržištu, unaprijediti oblast upravljanja državnim dugom putem transparentnijeg donošenja Strategije upravljanje dugom i Godišnjeg izvještaja o upravljanju dugom, uspostaviti praksu organizovanja formalnih ili neformalnih sastanaka između menadžera za upravljanje dugom iz Ministarstva finansija i odgovarajućih predstavnika Centralne banke, uspostaviti formalne odredbe o koordinaciji i zajedničkom djelovanju Centralne banke i Ministarstva finansija, obezbijediti veću obavezu poštovanja ciljeva i smjernica navedenih u Strategiji

upravljanja dugom, uspostaviti koordinacione komitete za koordinaciju pomenutih politika i unaprijediti tretman dobiti (gubitka) Centralne banke.



## LITERATURA

1. Adrian, T. i Song Shin, H. (2009). Money, Liquidity and Monetary Policy. Federal Reserve Bank of New York. Staff Reports No 360.
2. Afonso, A. (2002). Disturbing the Fiscal Theory of the Price Level: Can it fit the EU-15? Mimeo.
3. Afonso, Antonio, i Juan G. Alegre. (2007). Economic Growth and Budgetary Components: A Panel Assessment for the EU, Technical University of Lisbon. *School of Economics and Management, Department of Economics Working Paper 29*.
4. Agenor, P. R. (2004). Macroeconomic Adjustment and the Poor: Analytical Issues and Cross-Country Evidence. *Journal of Economic Surveys*. Vol. 18, No. 3.
5. Ahiakpor, J. C. (1985). Ricardo on Money: The Operational Significance of the Non-neutrality of Money in the Short-run. *History of Political Economy*.
6. Aiyagari, Rao, Lawrence J. Christiano i Eichenbaum, Martin. (1992). The output, employment and interest rate effects of government consumption. *Journal of Monetary Economics*.
7. Aiyagari, S. R. i Gertler, M. (1985). The Backing of Government Bonds and Monetarism. *Journal of Monetary Economics*, 16(1).
8. Aizenman, Joshua i Jinjark, Yothin. (2011). The role of fiscal policy in response to the financial crisis. United Nations' Development Policy and Analysis Division, *Background paper*.
9. Akerlof, George, Dickens, William i Perry, George (1996). The Macroeconomics of Low Inflation. *Brookings Papers on Economic Activity*.
10. Akerlof, George, William Dickens i Perry, George. (1996). The Macroeconomics of Low Inflation. *Brookings Papers on Economic Activity*.
11. Alesina, A., Blanchard, J., Gali, J., Givazzi, F. i Uhlig, H. (2001). Defining a Macroeconomic Framework for the Euro Area. Monitoring the European Central Bank. London: CEPR.
12. Alesina, Alberto i Rodrik, Dani. (1994). Distributive Politics and Economic Growth. *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 109.
13. Alesina, Alberto i Tabellini, Guido. (1990). A Positive Theory of Fiscal Deficit and Government Debt. *Review of Economic Studies*.
14. Alexander, S. S. (1952). The effects of a devaluation on a trade balance. *IMF Staff Papers*.
15. Alho, K. E. O. (2001). The Stability Pact and Inefficiencies in Fiscal Policy Making in EMU. *Public Finance & Management*. Vol. 1. No. 1.
16. Ali, S, Irum, S. i Ali, A. (2008). Whether Fiscal Stance Or Monetary Policy Is Effective For Economic Growth In Case Of South Asian Countries, *The Pakistan Development Review*.
17. Alves, H. Rui i Alfonso, Oscar. (2009). The Reform of the EU Budget: Finding New Own Resources. *Intereconomics*.
18. Alves, H. Rui i Alfonso, Oscar. (2009). The Reform of the EU Budget: Finding New Own Resources. *Intereconomics*.
19. Andersen, M. Torben. (2005). Is there for a Role for an Active Fiscal Stabilization Policy? *CESifo Working Paper No. 1447*.

20. Andersen, T. (2002). Fiscal Stabilization Policy in a Monetary Union with Inflation Targeting. *CEPR Discussion Paper* No. 3232.
21. Anderson, L. C. i Carlson, K. (1970). A Monetarist Model for Economic Stabilization. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*.
22. Anderson, L. C. i Jordan, J. L. (1968). Monetary and Fiscal Actions: A Test of Their Relative Importance in Economic Stabilization. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, November, 50(11).
23. Ando, Albert i Modigliani, Franco. (1963). The Life Cycle Hypothesis of Saving: Aggregate Implications and Tests. *The American Economic Review*, Vol. 53, No. 1, Part 1.
24. Andrea Schaechter, Tidiane Kinda, Nina Budina i Weber, Anke. (2012). Fiscal Rules in Response to the Crisis – Toward the „Next-Generation“ Rules. A New Dataset, *IMF Working Paper*.
25. Angelopoulos, Konstantinos, Economides, George i Kammass, Pantelis. (2007). Tax-Spending Policies and Economic Growth: Theoretical Predictions and Evidence from the OECD. *European Journal of Political Economy*.
26. Anja Baum, Cristina Checherita-Westphal i Rother, Philipp. (2012). Debt and Growth: New Evidence for Euro Area. *European Central Bank*.
27. Archer, David. (2009). Roles and Objectives of Modern Central Banks. *BIS: Issues in the Governance of Central Banks*.
28. Archer, David. (2012). Roles and Objectives of Modern Central Banks. *BIS – Issues in the Governance of Central Banks*.
29. Arne H. (2009). A Post Keynesian Theory of Economic Policy – Filling AVOID. *Journal of Post Keynesian Economics*.
30. Arnold, I. 1999. The Myth of a Stable European Money Demand. *Open Economies Review*.
31. Arratibel, O., D. Rodriguez-Palenzuela i Thimann, C. (2002). Inflation Dynamics and Dual Inflation in Accession Countries: a “New Keynesian” Perspective. *ECB Working Paper, No. 132*.
32. Arrow, K. (1951). Social Choice and Individual Values. *John Wiley*.
33. Ashima, G. (2002). Coordinating Monetary and Fiscal Policies: A Role for Rules? *Oxford University Press*.
34. Avouyi-Dovi, S. i Idier, J. (2010). Central bank liquidity and market liquidity: the role of collateral provision on the French government debt securities market. *Bank of France Working Papers*.
35. Babić, Ante, Bajo, A., Bubaš, Z. i Švaljek, S. (2001). Javni dug u RH. Institut za javne financije. Zagreb: Financijska teorija i praksa br.1/2001.
36. Bank of England. (1999). The transmission mechanism of monetary policy. Report by the Monetary Policy Committee. Bank of England.
37. Barro, J. Robert. (1979). On the Determination on the Public Debt. *The Journal of Political Economy*. Volume 87, Issue 5, Part 1.
38. Barro, R. G. (1991). Economic growth in a cross section of countries. *Q. J. Econ.*, 106: 407-444.
39. Barro, R. J. (1997). *Macroeconomics*. London: Cambridge MA.
40. Barro, R.J. i Grilli, V. (1994). *European Macroeconomic*. London: Macmillan.

41. Barro, R.J. i Sala-i-Martin, X. (1991). Convergence across states and regions. *Brook. Papers Econ. Activ.*, 1: 107-182.
42. Barro, Robert i Gordon, David. (1983). Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy. *Journal of Monetary Economics*.
43. Barro, Robert, i Gordon, David. (1983). Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy. *Nacional Bureau of Economic Research*.
44. Barrow, R. i Red Lick, C. (2011). Macroeconomic effects from government purchases and Taxes. *Quarterly Journal of Economics*. 126, 51-102.
45. Bartlet, Bruce. (1994). Hoe Excessive Governemnt Killed Ancient Rome. *Cato Journal*, Vol. 14, No. 2.
46. Bastagli, Francesca, Coady, David, i Gupta, Sanjeev. (2012). Income Inequality and Fiscal Policy, *IMF Staff Discussion Note*.
47. Batini, N. i Nelson, E. (2001). The lag from monetary policy actions to inflation: Friedman revisited. *International Finance*, 4:3.
48. Batsaikhan, Uuriintuya. (2009). Divergent Paths of inflation Stabilization: The Role of Currency Boards Arrangements (CBAs) Case Comparison of Estonia and Poland. *Central European University, Department for International Relations and European Studies*.
49. Battaglini, M. i Coate, S. (2008). A Dinamic Theory of Taxation, Spending and Debt. *American Economic Review*.
50. Battaglini, Marco i Coate, Stephen. (2011). Fiscal Policy and Unemployment. *Princeton University Department of Economics*.
51. Baunsgaard, Thomas, i Symansky, Steven, A. (2009). Automatic Fiscal Stabilizers: How Can They Be Enhanced Without Increasing the Size of Government? *IMF Fiscal Affairs Department*.
52. Baxter, Marianne i King, Robert G. (1993). Fiscal policy in general equilibrium. *American Economic Review*.
53. Be Duc, Louis, i Laurent Clerc. (2010). Post-Crisis Monetary Policy Strategies. *Panel discussion*, Direction des études monétaires et financières Fondation Banque de France pour la Recherche.
54. Bean, Charles. (2007). Is There a New Consensus in Monetary Policy? *Bank of England*.
55. Beck, Thorsten. (2013). Banking Union for Europe: Risk and Challenges. *Centre for Economic Policy Research*.
56. Beetsma, R. i Bovenberg, A. L. (1998). Monetary union without fiscal coordination may discipline policymakers. *Journal of International Economics* 45.
57. Beetsma, R. i Bovenberg, A. L. (1999). Does Monetary Unication Lead to Excessive Debt Accumulation? *Journal of Public Economics*, 74.
58. Beetsma, R. i Bovenberg, A. L. (2001). Structural Distortions and Decentralized Fiscal Policies in EMU. *CEPR Discussion Paper* No. 2851.
59. Beetsma, R. i Uhlig, H. (1999). An Analysis of the Stability and Growth Pact. *The Economic Journal*.
60. Beetsma, R., Debrun, X. i Klaassen, F. (2001). Is Fiscal policy coordination in EMU desirable? *Swedish Economic Policy Review* 8.
61. Beetsma, R., Debrun, X. i Klaassen, F. (2001). Is Fiscal Policy Coordination in EMU Desirable? *Review of Swedish Economic Policy*.

62. Beetsma, RMWJ i Jensen, H. (2004). Monetary and fiscal policy interactions in a microfounded model of a monetary union. University of Copenhagen, Mimeo.
63. Beetsma, RMWJ, Debrun X. i Klaassen, F. (2001). Is fiscal policy coordination in EMU desirable? *Swedish Economic Policy Review*.
64. Beetsma, Roel, Massimo Giuliadori i Klaassen, Franc. (2006). Trade spill–overs of fiscal policy in the European Union: a panel analysis. *Economic Policy*. CEPR. CES. MSH. vol. 21(48).
65. Bénassy–Quéré, Agnès i Cimadomo, Jacopo. (2006). Changing Patterns of Domestic and Cross–Border Fiscal Policy Multipliers in Europe and the U.S. CEPII No. 2006.
66. Benigno, P. i Woodford, M. (2003). Optimal Monetary and Fiscal Policy: a Linear–Quadratic Approach.
67. Benigno, Pierpaolo. (2009). New Keynesian Economics: An AD–AS View. *National Bureau of Economic Research Working Paper Series*.
68. Berg, Andrew i Borestein, Eduardo. (2000). The Pros and Cons of the Full Dollarization, *IMF Work Paper*.
69. Bernanke, S. Ben i Mishkin, Frederic S. (1997). Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy? *Journal of Economic Perspectives–Volume 11, Number 2–Spring*.
70. Bernanke, S. Ben. (2004). The Great Moderation. *BIS Review*.
71. Beyer, Andreas, Fischer, Bjorn i Landesberger, von Julian. (2007). Money Demand Stability: Implications for the Usefulness of Money in Monetary Policy. Unpublished manuscript. European Central Bank.
72. Bhatti, R. H. (2001). Determining Pak rupee exchange rates vis–à–vis six currencies of industrial countries, *Pakistan Development Review*.
73. Bibow, Jorg. (2005). Liquidity Preference Theory Revisited—To Ditch or to Build on It? *The Levy Economics Institute*.
74. Binay, Şükrü. (2003). Some issues in fiscal policy and central banking: the case of Turkey. *BIS Papers* No 20.
75. Blanchard, O. i Perotti, R. (2002). An Empirical Characterization of the Dynamic Effects of Changes in Government Spending and Taxes on Output. *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 107, No. 4.
76. Blanchard, O. J. i Giavazzi, F. (2004). Improving the SGP through a proper accounting of public investment. CEPR Discussion Paper No 4220.
77. Blanchard, Olivier i Perrotti, Roberto. (2002). An Empirical Characterization of the Dynamic Effects of Changes in Government Spending and Taxes on Output. *The Quarterly Journal of Economics*.
78. Blanchard, Olivier i Simon, John. (2001). The Long and Large Decline in U.S. Output Volatility, *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 2001, No. 1.
79. Blanchard, Olivier, Dell’Ariccia, Giovanni i Mauro, Paolo. (2010). Rethinking Macroeconomic Policy. *Journal of Money, Credit and Banking Supplement to Vol. 42. No 6*.
80. Blanchard, Olivier. (2009). Lessons of the Global Crisis for Macroeconomic Policy. *International Monetary Fund – Research Department*.
81. Blankenau, F. William, Nicole B. Simpson i Tomljanovich, Marc. (2007). Public Education Expenditures, Taxation and Growth: Linking Data to Theory. *American Economic Review*.

82. Blejer, Mario. (1999). Public Debt Management and Monetary Policy: Macroeconomic and Institutional Interactions. European Borrowers Network.
83. Blinder, A. S. i Reis, R. (2005). Economic Performance in the Greenspan Era: The Evolution of Events and Ideas. Paper presented at the Federal Reserve Bank of Kansas City Symposium on "Rethinking Stabilization Policy," Jackson Hole, Wyo.
84. Boettke, J. Peter, Daniel J. Smith i Nicholas A. Snow. (2010). Been There Done That: The Political Economy of Déjà Vu. Social Science Research Network.
85. Bogetić, Željko. (2000). Official Dollarization: Current Experiences and Issues. *Cato Journal*, 2 Vol. 20.
86. Bohn, H. (1988). Why do we have nominal government debt? *Journal of Monetary Economics* 21(1).
87. Boivin Jean, Michael T. Kiley, i Mishkin, Frederic S. (2010). How Has the Monetary Transmission Mechanism Evolved Over Time? *NBER Working Paper* No. 15879.
88. Boll, Lauren i Romer, David. (1990). Real Rigidities and Non Neutrality of Money. *Review of Economic Studies*.
89. Borio, Claudio i Zhu, Haibin. (2008). Capital regulation, risk-taking and monetary policy: a missing link in the transmission mechanism? *BIS Working Papers* No 268.
90. Bouthevillain, C., P. Cour-Thimann, G. Van den Dool, P. Hernandez de Cos, G. Langenus, M. Mohr, S. Momigliano i Tujula, M. (2001). Cyclically Adjusted Budget Balances: An Alternative Approach. ECB Working Paper No. 77. Frankfurt: European Central Bank.
91. Bradford, Colin. (2005). Prioritizing Economic Growth: Enhancing Macroeconomic Policy Choice. New York: United Nation Conference on Trade and Development.
92. Branson, William. (1995). Macroeconomic Policy, Structural and Sectoral Adjustment. Washington: World Bank, Operations Evaluation Division.
93. Brocher, Jen, Jensen, Jesper, Svensson, Patrik i Sorensen, Peter Birch. (2007). The Dilemmas of Tax Coordination in the Enlarged European Union. *Cesifo Economic Studies*. Vol. 53, No. 4.
94. Bruckner, Markus i Pappa, Evi. (2007). Fiscal Expansions Affect Unemployment, But They May Increase It. *Center economic for Policy Research*.
95. Brumberg R. E. i Modigliani, F. (1954). Utility Analysis and the Consumption Function: An Interpretation of Cross-section Data. *Post-Keynesian Economics*, ed. by K. Kurihara (New Brunswick, New Jersey: Rutgers University Press.
96. Brummerhoff, Deiter. (2000). *Javne finansije*. Zagreb: MATE d.o.o.
97. Brunner, K. i Meltzer, A. H. (1968). What did we Learn from the Monetary Experience of the United States in the Great Depression? *Canadian Journal of Economics*.
98. Bruno, Michael i Easterly, William. (1996). Inflation and Growth: In Search of a Stable Relationship. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*.
99. Brusselen, Van Patrick. (2009). Fiscal Stabilisation Plans and the Outlook for the World Economy. *ENEPRI Working Paper* No. 55.
100. Buch, M. Claudia, Korner, Tobias i Weigert, Benjamin. (2013). Toward Deeper Financial Integration in Europe: What the Banking Union Can Contribute? Preparation for Workshop „How to build a genuine economic and monetary union? Berlin-Genshagen.
101. Buchann, J. (1962). The Calculus of Consent: Logical Foundation of Constitutional Democracy. *University of Michigan Press*.

102. Buiters, W. i Grafe, C. (2002). Patching up the Pact: Some suggestions for enhancing fiscal sustainability and macroeconomic stability in an enlarged European Union. *Centre for Economic Policy Research. Discussion Paper Series No 3496*.
103. Buti M, Roeger W i Veld, Jan In't. (2001). Stabilising output and inflation: policy conflicts and coordination under a stability pact. *JCMS: Journal of Common Market Studies*.
104. Buti, M., W. Roeger i Veld, Jan. in't. (2001). Stabilising Output and Inflation: Policy Conflicts and Co-operation under a Stability Pact. *Journal of Common Market Studies*, No 39.
105. Buti, Marco i Sapir, Andre. (2002). *EMU and Economic Policy in Europe: The Challenge of the Early Years*. European Communities.
106. Buti, Marco, Roeger, Werner i Veld, Jan in't. (2000). Monetary and Fiscal Policy Interactions Under the Stability Pact. Manuscript. Directorate General for Economic and Financial Affairs. European Commission.
107. Cacheaux, Jacques. (2007). Finding the EU Budget with Genuine Own Resource: The Case for a European Tax. *Notre Europe*.
108. Cagan, P. i Gandolfi, A. (1969). The lag in monetary policy as implied by the time pattern of monetary effects on interest rates. *American Economic Review*, 59.
109. Cagliarini, Adam, Christopher, Kent i Glenn Stevens. (2010). Fifty Years of Monetary Policy: What Have We Learned? Reserve bank of Australia 50th Anniversary Symposium.
110. Calmfors, L. i Wren-Lewis, S. (2011). What Should Fiscal Councils Do? *Economic Policy*, CEPR, CES, MSH.
111. Calvo, G. A. (1983). Staggered Prices in a Utility-Maximizing Framework. *Journal of Monetary Economic*.
112. Cameron, Gregory. (2008). Oikos and Economy: The Greek Legacy in Economic Thought. *PhaenEx 3 No 1*.
113. Campilo, Marta i Miron, Jeffrey. (1997). Why Does Inflation Differ Across Countries? In: *Monetary Policy and Low Inflation*, Christina D. Romer and David Romer (eds.), Chicago: The University of Chicago Press.
114. Canova, Fabio i Pappa, Evi. (2007). Price Differentials in Monetary Unions: The Role of Fiscal Shocks. *The Economic Journal* 117.
115. Canzoneri, M. B. i Henderson, D. W. (1991). *Monetary Policy in Interdependent Economies: A Game-Theoretic Approach*. The MIT Press. Cambridge. Massachusetts.
116. Canzoneri, M., R. Cumby i Diba, B. (2002). Should the European Central Bank and the Federal Reserve be Concerned About Fiscal Policy? Mimeo.
117. Canzoneri, Matthew, i Gray, Joanna. (1985). Monetary policy games and the consequences of non-cooperative Behavior. *International Economic Review* 26.
118. Canzoneri, Matthew, Robert E. Cumby i Behzad T. Diba. (2005). The need for international policy coordination: what's old, what's new, what's yet to come? *Journal of International Economics* 66.
119. Carboni, Giacomo, Hofmann, Baris i Zampolli, Fabrizio. (2010). The Role of Money in the Economy and in Central Bank Policies. Lucas Papademos and Jürgen Stark, eds., *Enhancing Monetary Analysis*. Frankfurt: European Central Bank.
120. Carracedo, M. i Dattels, P. (1997). Survey of Public Debt Management Frameworks in Selected Countries. Washington D.C.: International Monetary Fund.

121. Cassard, Marcel i Forkelts–Landau, D. (2000). *Sovereign Assets and Liabilities Management*. Washington, DC: International Monetary Fund.
122. Catao, L. i Terrones, M. (2001). Fiscal Deficits and Inflation: A New Look at the Emerging Market Evidence. *IMF Working Paper, WP/01/74*.
123. Cecchetti, S. G. (2000). Making Monetary Policy: Objectivers and Rules. *Oxford Review of Economic Policy*.
124. Centralna banka Crne Gore. (2010). Analiza uticaja mjera CBCG na bankarski sistem Crne Gore. Radna studija broj 19. Podgorica: Centralna banka Crne Gore.
125. Centralna banka Crne Gore. (2013). Preporuke Vladi Crne Gore za ekonomsku politiku u 2013. godini. Podgorica: Centralna banka Crne Gore.
126. Centralna banka Crne Gore. (2014). Godišnji izvještaj o radu. Podgorica: Centralna banka Crne Gore.
127. Chadha, S. Jagjit i Nolan, Charles. (2003). On the Interaction of Monetary and Fiscal Policy. *DAE Working Paper No. 0303*.
128. Chamberlin, Graeme, Stephen, Hall, Brian, Henry i Vines, David. (2002). Coordinating Monetary and Fiscal Policies in an Open Economy. Manuscript. Management School. Imperial College London. Centre for International Macroeconomics. Oxford University.
129. Charles, P. (2010). Output Gaps and Robust Policy. Speech to the 2010 European Banking and Financial Forum at the Czech National Bank.
130. Chartrand, Hillman, H. (1998). *Elemental Economics*. Dostupno na: <http://www.compilerpress.ca/index.htm> (pristupljeno 1.7.2013.).
131. Chetcuti, Jean–Philippe. (2001). Corporate Taxation in the EC: The Process of Corporate Tax Harmonisation in the EC. *Lex E–Scripta Legal Journal*.
132. Chick, V. (1996). Equilibrium and Determination in Open Systems: The Case of the *General Theory*. *History of Economics Review*, 25.
133. Chick, V. (1998). A Struggle to Escape: Equilibrium in the *General Theory*, in S. Sharma (ed.), *John Maynard Keynes: Keynesianism into the Twenty–First Century*. Cheltenham UK: Edward Elgar.
134. Chick, V. i Caserta, M. (1997). Provisional Equilibrium and Macroeconomic Theory. in P. Arestis, G. Palma and M. Sawyer (eds), *Markets, Unemployment and Economic Policy: Essays in Honour of Geoff Harcourt Volume 2*. London: Routledge.
135. Ćirović, Milutin. (1995). *Monetarna ekonomija*. Beograd: Ekonomski fakultet.
136. Ćirović, Milutin. (2000). *Devizni kursevi*. Beograd: Bridge Company.
137. Clarida, Richard, Jordi, Gali i Gertler, Mark. (1999). The Science of Monetary Policy – A New Keynesian Perspective. *Journal of Economic Literature*, XXXVII, 1661–1707.
138. Clarida, Richard, Jordi, Gali i Gertler, Mark. (1999). The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective. *Journal of Economic Literature* 37.
139. Clerc, Laurent, Harris, Dellas i Loisel, Olivier. (2008). To Be or Not to Be in a Monetary Union: A Synthesis, Department of Economics. *University of Bern, Working Paper*.
140. Coady, D. (2006). The Distributional Impacts of Indirect Tax and Public Pricing Reforms. *Analyzing the Distributional Impact of Reforms: A Practitioner's Guide to Pension, Health, Labor Market, Public Sector Downsizing, Taxation, Decentralization and Macroeconomic Modeling*, Volume 2, ed. by A. Coudouel and S. Paternostro (Washington: World Bank).

141. Coate, Marco i Stephen. (2008). A Dynamic Theory of Taxation, Spending and Debt. *American Economic Review*.
142. Cochran, J. P. i Glahe, F. R. (1994). The Keynes–Hayek Debate: Lessons for Contemporary Business Cycle Theorists. *History of Political Economy*, 26 (1).
143. Cochrane, J. (1998). A frictionless view of U. S. inflation. *NBER Macroeconomics Annual* 1998.
144. Cochrane, J. (2001). Long term debt and optimal policy in the fiscal theory of the price level. *Econometrica*, Volume 69, Issue 1.
145. Cochrane, J. (2005). Money as stock. *J. Monet. Econ.* 52.
146. Coenen, G., M. Mohr, i Straub, R. (2008). Fiscal Consolidation in the Euro Area: Long–Run Benefits and Short–Run Costs. *Economic Modelling*. 25(5), 912–932.
147. Coeuré, Benoît i Pisani–Ferry, Jean. (2005). Fiscal Policy in EMU: Towards a Sustainability and Growth Pact? *Oxford Review of Economic Policy* Vol 21. No 4.
148. Coeuré, Benoît. (2013). Monetary policy and banking supervision. Speech by Mr Benoît Coeuré, Member of the Executive Board of the European Central Bank, at the symposium on “Central banking – Where are we headed?”, in honor of Stefan Gerlach’s contributions to the Institute for Monetary and Financial Stability (IMFS).
149. Cogan, J., Cwik, T., Taylor, J. i Wieland, V. (2009). New Keynesian vs. Old Keynesian Government Spending Multipliers. *Journal of Economic Dynamics and Control*. 34. 281–295.
150. Colaned, David. (2004). The Strange Persistence of the IS–LM Model, *History of Political Economy*. Supplement, Vol. 36.
151. Collignon, Stefan. (2005). The Three Sources of Legitimacy for European Fiscal Policy. *London School of Economics and Harvard University*.
152. Constancio, Vitor. (2011). The Macroeconomic and Financial Landscape in the Aftermath of the 2007 crisis – New Challenges and Perspectives. *BIS Central Bankers' Speeches*.
153. Cooper, R. i Kempf, H. (2000). Designing stabilization policy in a monetary union. *NBER Working Paper* No. 7607.
154. Corsetti, G. i Pesenti, P. (2001). Welfare and Macroeconomics Interdependence. *Quarterly Journal of Economics*, 116.
155. Corsetti, Giancarlo i Pesenti, Paolo. (2001). International dimensions of optimal monetary policy. *Federal Reserve Bank of New York Staff Report* No. 124.
156. Cosimano, T. F. i Gapen, M. T. (2003). Optimal Fiscal and Monetary Policy with Nominal and Indexed Debt. *IMF Working Paper*. 03/225.
157. Cotareli, Carlo. (1993). Limiting Central Bank Credit to the Government – Theory and Practise. *International Monetary Fund, Occasional Paper*.
158. Cubero, R. i Hollar, I. (2010). Equity and Fiscal Policy: The Income Distribution Effects of Taxation and Social Spending in Central America. *IMF Working Paper* WP/10/112 (Washington: International Monetary Fund).
159. Cukierman, A. (1992). *Central Bank Strategies, Credibility and Independence*, Cambridge, MIT Press, Massachusetts, USA.
160. Cwik, T. i Wieland, V. (2009). Keynesian government spending multipliers and spillovers in the euro area. *CEPR wp* 7389.
161. D’Alfonso, Alessandro. (2013). Financing the EU Budget: The own Resources System. *Library of the European Parliament*.



162. Dahan, Momi. (1998). The Fiscal Effect on Monetary Policy. International Monetary Fund, Monetary and Exchange Affairs Department, *Working Paper*. No. 66.
163. Daly, E. Herman. (1991). Elements of Environmental Macroeconomics. Costanza ed., Ecological Economics: The Science and Management of Sustainability, New York.
164. Daly, E. Herman. (1996). Beyond Growth: The Economics of Sustainable Development. Boston: Beacon Press.
165. Davies, B. Ronald i Johannes, Voget. (2011). Tax Competition in an Expanding European Union. *GEE Papers*.
166. De Grauwe, P. i Moesen, W. (2010). Gains for All: A Proposal for a Common Euro Bond. *Intereconomics* 3.
167. De la Fuente, Angel, Doménech, Rafael i Rant, Vasja. (2008). Addressing the net balances problem as a prerequisite for EU budget reform: A proposal.
168. De Paoli, B. (2009). Monetary Policy and Welfare in a Small Open Economy. *Journal of International Economics* 77. Str. 11-22.
169. Degryse, Christophe. (2012). The New European Economic Governance. European Trade Union Institute. Working Paper.
170. Deininger, Klaus i Squire, Lyn. (1997). Economic Growth and Income Inequality: Reexamining the Links. *Finance & Development*.
171. Dell'Erba, Salvatore i Sola, Sergio. (2013). Does Fiscal Policy Affect Interest Rates? Evidence From a Factor–Augmented Panel. IMF Working Paper.
172. Devereaux, M. B. i Engel, C. (2001). Monetary Policy in an Open Economy Revisited: Price Setting and Exchange rate Flexibility. *NBER Working Paper* No 8423.
173. Dittmar, Robert, Gavin, William T. i Kydland, Finn E. (1999). The Inflation–Output Variability Tradeoff and Price Level Targets. *Review*, Federal Reserve Bank of St. Louis:23-31.
174. Dittmar, Robert, Gavin, William, T. i Kydland, Finn E. (2000). What Do New–Keynesian Phillips Curves Imply for Price–Level Targeting. *Review*, Federal Reserve Bank of St. Louis.
175. Dixit, A. (2001). Games of monetary and fiscal interactions in the EMU. *European Economic Review* 45.
176. Dixit, A. i Lambertini, L. (2001). Monetary – Fiscal Policy Interactions and Commitment Versus Discretion in a Monetary Union. *European Economic Review* 45.
177. Dixit, A. i Lambertini, L. (2001). Monetary–fiscal policy interactions and commitment versus discretion in a monetary union. *European Economic Review* 45.
178. Dixit, A. i Lambertini, L. (2003). Interactions of Commitment and Discretion in Monetary and Fiscal Policies. *American Economic Review* 93.
179. Dixit, A. i Lambertini, L. (2003a). Symbiosis of monetary and fiscal policies in a monetary union. *Journal of International Economics* 60.
180. Dolls, Mathias, Fuest, Clemens i Peichl, Andreas. (2009). Automatic Stabilizers and Economic Crisis: US vs. Europe. The Institute for the Study of Labor, *Discussion Paper No. 4310*.
181. Downs, A. (1937). An Economics Theory od Democracy. *Harper and Row*.
182. Duguay, P. (1994). Empirical evidence on the strength of the monetary transmission mechanism in Canada – An aggregate approach. *Journal of Monetary Economics*, 33.

183. Dullien, S. i Schwarzer, D. (2005). *The Eurozone under Serious Pressure. Regional Economic Cycles in the Monetary Union Need to Be Stabilised*. Stiftung Wissenschaft und Politik – German Institute for International and Security Affairs. SWP Comments 22.
184. Easson, A. i Zolt, E. (2003). *Tax Incentives*. Washington DC: World Bank Institute..
185. Easterly, William. (2005). National Policies and Economic Growth: A Reappraisal, in Handbook of Economic Growth. edited by P. Aghion e S. Durlauf, Amsterdam, *North Holland*.
186. Edwards, Chris i Mitchell, Daniel J. (2008). *Global Tax Revolution: The Rise of Tax Competition and the Batle to Defend It*. Cato Institute.
187. Edwards, Sebastian i Magendzo, Igal. (2004). Strisct Dollarization and Economic Performance: An Empirical Investigation. University of California, Los Angeles And National Bureau of Economic Research.
188. Eichengreen, B. i Ghironi, F. (2002). Transatlantic trade–offs in the age of balanced budgets and European Monetary Union. *Open Economies Review* 13.
189. Eijffinger, Sylvester i Haan, de Jakob. (2008). *European Monetary and Fiscal Policy*. Oxford University Press.
190. Elizabeth, Currie, Dethier, Jean-Jacques i Togo, Eriko. (2003). Institutional Arrangements for Public Debt Management. *World Bank Policy Research Working Paper* 302.
191. Emanuel, I. S., Ajuzie, Felix M. Edoho, Wensheng, Kang, Matthew, N. Uwakonye i Ghebre Y. Keleta. (2008). Import Response And Inflationary Pressures In The New Economy: The Quantity Theory Of Money Revisited. *Journal of Business and Economics Research*.
192. Engwerda J. C., Van Aarle B. i Plasmans, J. (2002). Cooperative and non–cooperative fiscal stabilization policies in the EMU. *Journal of Economic Dynamics and Control*.
193. Engwerda, J. C. (1998). On the open–loop Nash equilibrium in LQ–games. *Journal of Economic Dynamics and Control* 22.
194. Engwerda, J. C., van Aarle, B. i Plasmans, J. (1999). The (in)finite horizon openloop Nash LQ–game: An application to the EMU. *Annals of Operations Research* 88.
195. Engwerda, J. C., van Aarle, B. i Plasmans, J. (2002). Cooperative and non–cooperative fiscal stabilization policies in the EMU. *Journal of Economic Dynamics and Control* 26.
196. Erceg, C. J. i Linde, J. (2012). Fiscal consolidation in an open economy. *American Economic Review*. 102(3).
197. Erceg, Christopher J., Luca Guerrieri i Christopher Gust. (2006). SIGMA: A New Open Economy Model for Policy Analysis. *International Journal of Central Banking*, vol. 2(1).
198. Erico, Togo. (2007). Coordinating Public Debt Management and Monetary and Fiscal Policy: Analytical Framework. World Bank. *Analytical Research Working Paper*.
199. Ester, F. i Monacelli, T. (2008). Optimal Monetary Policy in a Small Open Economy with Home Bias. *Journal of Money, Credit and Banking*. Str.721-750.
200. Ettliger, Michael i Irons, John. (2008). Take a Walk on the Supply Side. *Center for American Progress and Economic Policy Institute*.
201. Euroepan Commission. (2012). Six Pack? Two Pack? Fiscal Compact? A Short Guide to the New EU Fiscal Governance.
202. European Central Bank. (2008). Monthly Bulletin 10th Anniversary of the ECB. Frankfurt.
203. European Central Bank. (2010). Financial Integration in Europe. Frankfurt.

204. European Central Bank. (2011). Guideline of the European Central Bank on Monetary Policy Instrument and Procedure of the Eurosystem.
205. European Central Bank. (2011). The Monetary Policy of the ECB. Frankfurt: European Central Bank.
206. European Central Bank. (2011a). European Stability Mechanism. Monthly Bulletin.
207. European Central Bank. (2011b). ECB (2011e). Decision of the European Central Bank of 14 May 2010 establishing a securities markets programme (ECB/2010/5), (2010/281/EU).
208. European Central Bank. (2012). A Fiscal Compact for a Stronger Economic and Monetary Union. Monthly Bulletin.
209. European Commission. (1998). Council Conclusions of the ECOFIN Council Meeting on 1 December 1997 Concerning Taxation Policy. Official Journal of European Communities, C 2/01.
210. European Commission. (2002). Coordination of Economic Policies in the EU: A Presentation of Key Features of the Main Procedures. Euro Papers.
211. European Commission. (2004). EMU after five years. European Economy Special Report no 1. European Commission. Brussels.
212. European Commission. (2008). European Public Finance. Publication Office.
213. European Commission. (2009). Economic Crisis in Europe: Causes, Consequences and Responses. European Economy 7.
214. European Commission. (2010). Communication from the Commission Europe 2020: A Strategy for Smart, Sustainable and Inclusive Growth.
215. European Commission. (2012). A Blueprint for a Deep and Genuine EMU: Launching a European Debate.
216. European Commission. (2012a). Tax Reforms in EU Member States – Tax Policy Challenges for Economic Growth and Fiscal Sustainability. Working Paper No. 34.
217. European Commission. (2014). European Economic Forecast Winter 2014. European Economy 2.
218. European Parliament. (2012). Should Monetary Policy be Separated From Banking Supervision? Directorate General for Internal Policies.
219. European Parliament. (2012a). ECB's Outright Monetary Transactions. Directorate General for Internal Policies.
220. European Social Statistic. (2013). Eurostat Pocketbooks.
221. Eurostat. (2014). Newsrelease Euroindicators. 125/2014.
222. Eurostat. (2014a). Newsrelease Euroindicators. 121/2014.
223. Evans, P. (1985). Do Large Deficits Produce High Interest Rates. *American Economic Review*, 75 (March).
224. Fahr, Stephan, Motto, Roberto, Rostagno, Massimo, Smets, Frank i Tristani, Oreste. (2010). A Monetary Policy Strategy in Good and Bad Times: Lessons from the recent past. *European Central Bank*.
225. Faia, Ester i Monacelli, Tommaso. (2008). Optimal Monetary Policy in a Small Open Economy with Home Bias. *Journal of Money, Credit and Banking* 40.
226. Faini, Riccardo. (2006). Fiscal Policy and Interest Rates in Europe. *Economic Policy* 47.

227. Fair, Ray C. (2004). *Estimating How the Macroeconomy Works*, Harvard University Press.
228. Fatas, Antonio i Mihov, Ilian. (2010). The Euro and Fiscal Policy. National Bureau of Economic Research.
229. Favero, C. A. (2004). Comments on fiscal and monetary policy interactions: Empirical evidence on optimal policy using a structural new–Keynesian model. *Journal of Macroeconomics* 26.
230. Favero, C. i Missale, A. (2011), *Sovereign Spreads in the Euro Area: Which Prospects for a Eurobond?*, CEPR Discussion Papers 8637.
231. Feldstein, S. Martin. (2009). Rethinking the Role of Fiscal Policy. *National Bureau of Economic Search Working Paper Series*.
232. Fernando, M. (2009). A positive Theory of Public Debt. Simon Fraser University.
233. Fischer, Bjorn i Pill, Huw. (2010). Improving Models of Euro Area Money Demand. in Lucas Papademos and Jürgen Stark. eds., *Enhancing Monetary Analysis*. Frankfurt: European Central Bank.
234. Fischer, Bjorn, Lenza, Michele; Pill, Huw i Reichlin, Lucrezia. (2007). Money and Monetary Policy: The ECB Experience 1999-2006. Unpublished manuscript. European Central Bank.
235. Fischer, S. (1977). Long–Term Contracts, Rational Expectations, and the Optimal Money Supply Rule. *Journal of Political Economy*.
236. Fitoussi, J. P. i Creel, J. (2002). How to reform the European Central Bank. Centre for European Reform.
237. Fleming, J. M. i Garbade, K. D. (2007). Dealer Behavior in the Specials Market for US Treasury Securities. *Journal of Financial Intermediation* 16.
238. Fleming, J. Marcus. (1962). Domestic Financial Policies under Fixed and under Floating Exchange Rates. *Staff Papers – International Monetary Fund*, Vol. 9, No. 3.
239. Ford, R. i Laxton, D. (1999). World public debt and real interest rate. *Oxford Review of Economic Policy*, 15.
240. Forni, L., Gerali, A. i Pisani, M. (2010). The macroeconomics of fiscal consolidations in euro area countries. *Journal of Economic Dynamics and Control* 34.
241. Frank, Tenney. (2004). *An Economic History of Rome*. Batoche Books Kitchener.
242. Frankel, J. (2003). Experience of and lessons from exchange rate regimes in emerging economies. *NBER Working Paper*. No 10032.
243. Fratianni, U. Michele, Salvatore, Dominick i Jurgen von Hagen. (1997). Macroeconomic policy in open economies. *Handbook of Comparative Economic Policies*. Volume 5.
244. Frederic S. Mishkin. (2007). Will Monetary Policy Become More of a Science? *Finance and Economics Discussion Series Reserve Board, Washington, D.C.*
245. Freeman, Robert. (2005). The Rise and Fall and Re–Rise of Supply Side Economics. *MVLA*.
246. Friedman, M. (1948). A monetary and fiscal framework for economic stability. *American Economic Review* 38.
247. Friedman, M. (1972). Have monetary policy failed? *American Economic Review*, 62.
248. Friedman, M. i Meiselman, D. (1963). The Relative Stability of Monetary Velocity and the Investment Multiplier in the United States, 1897-1958, *Stabilization Policies*, Englewood Cliffs NJ: Prentice–Hall.

249. Friedman, M. i Schwartz, A. J. (1963). *A Monetary History of the United States: 1867-1960*, Princeton: Princeton University Press.
250. Friedman, Milton. (1957). *A Theory of the Consumption Function*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
251. Fu, Dong, Taylor, L. Lori i Yücel, Mine K. (2003). Fiscal Policy and Growth. *Federal Reserve Bank of Dallas Research Department Working Paper 0301*.
252. Furceri, Davide i Mourougane, Annabelle. (2010). The Effects of Fiscal Policy on Output: A DSGE Analysis. *The OECD Economic Department Working Papers No. 770*.
253. Galbraith, K. John. (1988). *Economics in Perspective: A Critical History*. Houghton Mifflin Company.
254. Garcia, M. (2002). *Public Debt Management, Monetary Policy and Financial Institutions*. PUC – Rio.
255. Gemmill, N. i Morrissey, O. (2005). Distribution and Poverty Impacts of Tax Structure Reform in Developing Countries: How Little We Know. *Development Policy Review*, Vol. 23, No. 2, pp. 131–44.
256. Giuseppe, F. (2009). The transmission mechanism of fiscal policy: a critical assessment of current theories and empirical methodologies. *Journal of Post Keynesian Economics*. Vol. 31, No. 4.
257. Godley, Wynne i Lavoie, Marc. (2007). *Monetary economics: an integrated approach to credit, money, income, production and wealth*, Palgrave Macmillan New York.
258. Goldin, C. (1980). War, in G. Porter, ed., 'Encyclopedia of American economic history'. New York: Random House
259. Goodfriend, Marvin. (2007). How the World Achived Consensus on Monetary Policy. *Bureau of Economic Search Working Paper Series*.
260. Gouzdvaard, Bob. (2007). *Tipes of Government Economic Policy*. Free University Amsterdam, Amsterdam.
261. Goyal, Ashima. (2002). *Coordinating Monetary and Fiscal Policies: A Role for Rules?* Oxford University Press.
262. Grauwe, Paul. (2003). *Economics of Monetary Union*. Fifth Edition. Oxford University Press.
263. Gray, F. Dale. (2008). *Macrofinancial Risk Analisis*. John Wiley and Sons. Ltd, The Atrium, Chichester.
264. Gros, D., Mayer, T. i Ubide, A. (2004). *The nine lives of the Stability and Growth Pact: A special report of the CEPS Macroeconomic Policy Group*. Centre for European Policy Studies. Brussels.
265. Gudmundsson, Mar. (2006). The choice and design of exchange rate regimes. *Bank for International Settlements*.
266. Gwartney, D. James, Stroup, L. Richard, Sobel, S. Russell i MacPherson, David. (2009). *Economics: Private and Public Choice*. South Western Cengage Learning.
267. Gwartney, J., Schuler, K. i Stein, R. (2001). Achieving Monetary Stability at Home and Abroad, *Cato Journal* 21.
268. Hafer, R. W., Haslag, J. H. i Jones, G. (2007). On money and output: Is money redundant? *Journal of Monetary Economics*, 54.
269. Hafer, W. R. (2001). What Remains of Monetarism. *Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review*.

270. Hallett, A. H., Di Bartolomeo, G. i Acocella, N. (2008). The Old and New Theory of Economic Policy. *International Journal of Public Policy*.
271. Hamada, Koichi. (1979). Macroeconomic strategy coordination under alternative exchange rates. In: Dornbusch, Rudiger, Frenkel, Jacob (Eds.). *International Economic Policy*. Johns Hopkins University Press. Baltimore.
272. Hammond, G. i J. von Hagen. (1998). Regional Insurance against Asymmetric Shocks: An Empirical Study for the European Community. *The Manchester School* 63.
273. Handa, Jagdish. (2000). *Monetary Economics*, Taylor & Francis Ltd, Oxfordshire OX14 4RN United Kingdom.
274. Hanif, N. Muhammad, i Farooq, Arby M. (2008). Monetary and Fiscal Policy Coordination. MPRA Paper No. 10307.
275. Hanif, N. Muhammad. (2002). Public Debt Management. *The Journal*. Vol 7. No 4.
276. Hanke, Steve H. i Schuler, Kurt. (1999). A Monetary Constitution for Argentina: Rules for Dollarization. Washington, D.C: Cato Institute. *Cato Journal* No. 3.
277. Hans, J. Blommestein i Turner, Philip. (2011). Interactions Between Sovereign Debt Management and Monetary Policy Under Fiscal Dominance and Financial Instability.
278. Hansen, Bent. (1958). *The economic theory of fiscal policy*, London: Allen & Unwin.
279. Harberger, A. C. (1950). Currency depreciation, income, and the balance of trade. *Journal of Political Economy*.
280. Harris, Jonathan. (2001). Macroeconomic Policy and Sustainability Global Development and Environment Institute.
281. Haug, Jutta, Lamassoure, Alain i Verhofstadt, Guy. (with collaboration of: Gros, Daniel, Paul de Grauwe, Ricard-Nihoul, Gaetane, and Eulalia Rubio). (2011). Europe for Growth: For a Radical Change in Financing the EU.
282. Hawkins, E. Lenore. (2010). Schools of Economic Thought. *Comprehensive Wealth Management*.
283. Heer, Burkhard, i Maußner, Alfred. (2009). *Dynamic General Equilibrium Modeling – Computational Methods and Applications*, Springer.
284. Heise, Arne. (2009). A Post Keynesian Theory of Economic Policy – Filling Avoid. *Journal of Post Keynesian Economics*.
285. Higgs, Henri. (2001). *Physiocrats*, Batoche Books.
286. Holden, Steinar i Sparrman, Victoria. (2011). Do Government Purchases Affect Unemployment? *The Research Council of Norway*.
287. Howells, Peter i Iris Biefang-Frisancho Mariscal. (2010). Recent Developments in Monetary Policy. *Centre for Global Finance, UWE, Bristol*.
288. Hughes, A. Hallett, G. Di Bartolomeo i Acocella, N. (2008). The Old and New Theory of Economic Policy. *International journal of Public Policy*.
289. Ilzetzi, E., Mendoza, E. i Vegh, C. (2010). How big (small?) are fiscal multipliers? *NBER Working Paper* 16479.
290. Ilzetzi, Ethan i Végh, Carlos A. (2008). Procyclical Fiscal Policy in Developing Countries: Truth or Fiction? *NBER Working Paper* 14191 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau for Economic Research).
291. IMF Staff Position Note. (2009). The State of Public Finances Cross-Country Fiscal Monitor: November 2009.

292. IMF, and World Bank. (2001). *Guidelines for Public Debt Management*. Available at [www.imf.org/external/np/mae/pdebt/2000/eng/index.htm](http://www.imf.org/external/np/mae/pdebt/2000/eng/index.htm).
293. IMF. (2010). Will it hurt? Macroeconomic Effects of Fiscal consolidation. *World Economic Outlook*.
294. Immervoll, H., H. Levy, C. Lietz, D. Mantovani, C. O'Donoghue, H. Sutherland i Verbist, G. (2006). Household Incomes and Redistribution in the European Union: Quantifying the Equalising Properties of Taxes and Benefits, in *The Distributional Effects of Government Spending and Taxation*, ed. by D. B. Papadimitriou (Hampshire: Palgrave Macmillan).
295. Institute for International and European Affairs. (2012). The Euro Crisis: The „Fiscal Compact“ and Fiscal Policy. Working Paper.
296. International Monetary Fund, World Bank. (2003). Guidelines for Public Debt Management.
297. International Monetary Fund. (2004). Measuring Fiscal Stance and Stabilizing Role of Fiscal Policy. (Unpublished; Washington).
298. International Monetary Fund. (2012). *Iceland: Staff Report for 2012 Article IV Consultation*. IMF Country Report 12/89.
299. Ionnou, D. i Stracca, L. (2011). Have Euro Area and EU Economic Governance Worked? Just the Fact. European Central Bank. Working Paper Series No. 1344.
300. Issing, O. (2002). On macroeconomic policy coordination. *Journal of Common Market Studies* 40.
301. Issing, Otmar i Tristani, Oreste. (2005). Monetary Policy in Uncharted Territory. O. Issing, ed., *Imperfect Knowledge and Monetary Policy*. Cambridge. UK. Cambridge University Press.
302. Issing, Otmar. (2009). Asset Prices and Monetary Policies. *Cato Journal*, Vol. 29, No. 1.
303. Italianer, A. i Vanheukelen, M. (1993). *Proposals for Community Stabilization Mechanisms: Some Historical Applications*. The Economics of Community of Public Finance. European Economy: Reports and Studies 5.
304. Jackson, K. James. (2011). Limiting Central Government Budget Deficits: International Experiences. Congressional Research Service.
305. Jakšić, Miomir. (1993). Kejnzijanci i monetaristi, prava naspram pravila. *Ekonomika* 3.
306. Jalil, M. Anwar i Fellow, Phil M.. 2010. Economic Schools of Thought. *African Economic Research Consortium (AERC)*.
307. James, M. i Plosser, C. (2012). Time-Consistency and Credible Monetary Policy After the Crisis. *Business Review*.
308. Javed, Z. H. i Sahinoz. A. (2005). To Visualize Relationship Between Economic Growth, Government Spending and Money Supply: Evidence from Turkey. *Journal of Applied Sciences* 5(3)
309. Jenkins, S., A. Brandolini, J. Micklewright, i Nolan, B. (2012). *The Great Recession and the Distribution of Household Income* (Milan: Fondazione Rodolfo Debenedetti).
310. Jensen, H. (1996). The advantage of international fiscal cooperation under alternative monetary regimes. *European Journal of Political Economy* 12.
311. Jha, K. Sailesh. (1999). Fiscal Policy, Income Distribution and Growth. *EDRC Report Series No. 67*.

312. Jorgenson, Dale. (1963). *The American Economic Review*, Vol. 53, No. 2, Papers and Proceedings of the Seventy-Fifth Annual Meeting of the American Economic Association.
313. Kabatek, Jan. (2009). The Effect of VAT Harmonization on Tax Revenue in the European Union. Charles University of Prague. Bachelor Thesis.
314. Kanbur, Ravi i Lustig, Nora. (1999). Why is Inequality Back on the Agenda? *Annual Bank Conference on Development Economics, World Bank, Washington, D. C.*
315. Keen, M. (1986). Welfare effects of commodity tax harmonization. *Journal of Public Economics*, 33 (1).
316. Keen, M. (1989). Pareto-improving indirect tax harmonization. *European Economic Review*, 33 (1).
317. Keen, M. (2008). *The New Palgrave Dictionary of Economics*. Ed. Steven N. Durlauf and Lawrence E. Blume, Palgrave Macmillan.
318. Kehoe, P.J. (1989). Policy coordination among benevolent governments may be undesirable. *Review of Economic Studies* 56.
319. Kennedy, Suzanne, Robbins, Janine i Delorme, Francois. (2001). The Role of Fiscal Rules in Determining Fiscal Performance. Fiscal Rules Conference.
320. Keynes, M. John. (1936). *The General Theory of Employment, Interest and Money*. London.
321. Khosravi, Anvar i Sharif Mohammad Sharif Karimi. (2010). To Investigation the Relationship between Monetary, Fiscal Policy and Economic Growth in Iran: Autoregressive Distributed Lag Approach to Cointegration. *American Journal of Applied Sciences* 7 (3), ISSN 1546-9239.
322. Kiekebeld, J. Ben. (2004). Harmful Tax Competition in the European Union: Code of Conduct, Countermeasures and EU Law, Foundation for European and Fiscal Studies. Rotterdam.
323. Kirsanova, T., Stehn, S. J. i Vines, D. (2005). The interactions between fiscal policy and monetary policy. *Oxford Review of Economic Policy* 21.
324. Knoop, A. Todd. (2010). *Recession and Depression: Understanding Business Cycles*. Greenwood Publishing Group.
325. Kobayashi, Keiichiro. (2013). A Theory of Public Debt Overhang. Institute of Economic Research. Hitotsubashi University.
326. Komazec, S. (2007). Monetarna i fiskalna politika i ekonomski rast: razvojni podsticaji i stimulansi. Beograd. Čigoja štampa.
327. Kopit, G. i Symansky, S. (1998). Fiscal Policy Rules. IMF Occasional Paper No 162.
328. Koray, F. i Chan, P. (1991). Government Spending and the Exchange Rate. *Applied Economics*, 23.
329. Kriesler, Peter i Nevile, John. (2002). IS-LM and Macroeconomics After Keynes. The University of New South Wales.
330. Krugman, Paul. (1979). A Model of Balance of Payment Crisis. *Journal of Money, Credit and Banking*.
331. Krugman, Paul. (1999). *The Return of Depression Economics*. New York: W.W. Norton.
332. Krugman, Paul. (2000). Thinking About the Liquidity Trap. *Journal of the Japanese and International Economies*.



333. Krugman, Paul. (2009). *The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008*. W.W. Norton and Company. Inc.
334. Kryvtsov, Oleksiy i Midrigan, Virgiliu. (2009). Inventories and Real Rigidities in New Keynesian Business Cycle Models. *Bank of Canada Working Paper*.
335. Kuznets, Simon. (1955). Economic Growth and Income Inequality. *American Economic Review* 45.
336. Kydland, F. i Prescott, E. (1997). Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans. *Journal of Political Economy*.
337. Kydland, Finn i Prescott, Edward. (1977). Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans. *Journal of Political Economy*.
338. Kydland, Finn i Prescott, Edward. (1997). Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans. *Journal of Political Economy*.
339. Laffan, B. (2000). The big budgetary bargains: From negotiation to authority. *Journal of European Public Policy*. Vol. 7, No. 5.
340. Laidler, David. (1981). Adam Smith as a Monetary Economist. *Canadian Journal of Economics*.
341. Laidler, David. (2006). Three Lecture on Monetary Theory and Policy: Speaking Notes and Background Papers. *OeNB Working Paper*.
342. Lakić, Slobodan. (2006). Adekvatnost režima monetarne politike i deviznog kursa u susret evropskim integracijama. Crnogorska akademija nauka i umjetnosti. Zbornici radova broj 79. ODN knjiga 31.
343. Lakić, Slobodan. (2006). *Instrumentarijum monetarnog mendažmenta*, Podgorica: Ekonomski fakultet.
344. Lakić, Slobodan. (2010). Monetarno upravljanje i kontrola u uslovima neizvjesnosti i krize, *Montenegrin Journal of Economics*, No 11.
345. Lambertini, Luca i Rovelli, Riccardo. (2005). Monetary and fiscal policy coordination and macroeconomic stabilization. A theoretical analysis. Dipartimento di Scienze Economiche Università di Bologna.
346. Lane, R. Philip. (2003). Monetary–Fiscal Policy Interaction in a Uncertain World: Lessons for European Policy Makers. In *Monetary and Fiscal Policy in EMU: Interactions and Coordination*. Edited by Marco Buti. Cambridge.
347. Lanno, K. (1999). Financial Supervision in EMU. CEPS.
348. Lars E.O. Svensson i Woodford, Michael. (2005). Implementing Optimal Policy through Inflation–Forecast Targeting, in Bernanke, Ben S. i Woodford, Michael. eds. (2005). *The Inflation–Targeting Debate*. University of Chicago Press.
349. Lars E.O. Svensson. (1999). Inflation Targeting as a Monetary Policy Rule. *Journal of Monetary Economics*.
350. Laurens, Bernard i De la Piedra, Enrique G. (1998). Coordination of Monetary and Fiscal Policies. International Monetary Fund, Monetary and Exchange Affairs Department, *Working Paper*.
351. Laurent, C., Dellas, H. i Loisel, O. (2008). To Be or Not to Be in a Monetary Union: A Synthesis, Department of Economics. *University of Bern Working Paper*.
352. Laursen, S. i Metzler, L. A. (1950). Flexible exchange rates and the theory of employment. *Review of Economics and Statistics*.

353. Lavan Mahadeva, L. i Sterne, G. (2000). *Monetary Frameworks in a Global Context*. Routledge.
354. Lavoie, Marc. (2010). Are We All Keynesians? *Revista de Economia Política* 30 (2). Ž1
355. Lavrač, Vladimir. (2002). Monetary, Fiscal and Exchange Rate Policies From the Viewpoint of the Enlargement of the Eurozone: Survey of the Literature. *Institute for Economic Research Working Paper No. 14*.
356. Leeper, E. (1991). Equilibria Under Active and Passive Monetary Policies. *Journal of Monetary Economics*, Vol 27., No.1.
357. Leith, C. i Wren-Lewis, S. (2000). Interactions between monetary and fiscal policy rules. *The Economic Journal*, 110.
358. Leith, Campbell i Wren-Lewis, Simon. (2000). Interactions Between Monetary and Fiscal Policies. *The Economic Journal* 110.
359. Levine, Helisse. (2011). The Impact of Debt Management Policies on Borrowing Cost Incurred By US State Governments. *Public Finance and Management*. Volume 11.
360. Levine, R. (1999). Law finance and economic growth. *J. Fin. Intermediat.* 8: 8-35.
361. Liebman, M. Howard. (2003). The EU Code of Conduct vs the Prohibition against "State Aid". ABA Fall Meeting. Brussels.
362. Lindner, J. (2006). *Conflict and change in EU budgetary politics*. London/New York: Routledge.
363. Lipsy, John. (2011). The Challenges of Economic Policy Coordination. International Monetary Fund. Speech at The American Academy. Berlin.
364. Lockwood, B. (2000). Tax competition and tax co-ordination under destination and origin principles: A synthesis.
365. Lojsch D. H, Rodríguez-Vives M i Slavík M. (2011). The size and composition of Government debt in the Euro Area, *ECB Occasional Paper No 132*.
366. Lombardo, G. i Sutherland, A. (2004). Monetary and fiscal interactions in open economies. *Journal of Macroeconomics* 26.
367. Lombardo, Giovanni, i Sutherland, Alan. (2003). Monetary and Fiscal Interaction in Open Economies. *European Central Bank Working Paper Series*, Working Paper No. 289.
368. Lopez-Garcia, M. A. (1996). The origin principle and the welfare gains from indirect tax harmonization. *International Tax and Public Finance*, 3 (1).
369. Lopez-Garcia, M. A. (2004). Welfare, revenue and indirect tax harmonization under the origin principle. *Hacienda Publica Espanola*, 168 (1).
370. Lucas, E. Robert. (1995). *Monetary Neutrality. Prize Lecture*.
371. Lucas, R. E. i Stokey, N. L. (1983). Optimal fiscal and monetary policy in an economy without capital. *Journal of Monetary Economics* 12(1).
372. Machlup, F. (1943). *International Trade and the National Income Multiplier*, Philadelphia: Blakiston.
373. Madison, A. (1972). Explaining Economic Growth. *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*.
374. Madison, A. (1987). Growth and Slowdown in advanced Capitalist Economies: Techniques of Quantitative Assessment. *Journal of Economic Literature*.
375. Madison, A. (1995?). *Monitoring the World Economy, 1820-1992*. Development Centre Studies. The Organization for Economic Cooperation and Development. Paris.

376. Mahadeva, Lavan i Sterne, Gabriel. (2000). *Monetary Frameworks in a Global Context*. Routledge.
377. Mahadeva, Lavan i Sterne, Gabriel. (2000). *Monetary Policy Frameworks in a Global Context*. London.
378. Mahler A. Vincent i Jesuit, David K. (2006). Fiscal Redistribution in the Developed Countries: New Insights from the Luxembourg Income Study. *Socio–Economic Review*, Vol. 4, No. 3.
379. Maidla, Marit. (2012). *The Paradox of European Economic Governance: Towards Monetary and Fiscal Union*. Central European University.
380. Manesse, Paolo. (2007). Deficit Limits and Fiscal Rules for Dummies. *International Monetary Fund*, Vol. 54, No. 3, *IMF Staff Papers*.
381. Mankew, Gregory. (2003). *Macroeconomics*, 5th Edition, New York: Worth Publishers.
382. Mankiw, Gregory. (1991). The Reincarnation of Keynesian Economics. *National Bureau of Economic Search*.
383. Mankiw, N. Gregory. (2006). *The Macroeconomist as Scientist and Engineer*. Harvard University.
384. Mara, Ramona Eugenia. (2007). Tac Competition in the European Union – Evidence from the Panel Data. MPRA Paper No. 21082.
385. Marcellino, M. (2002). Some stylised facts of non–systematic fiscal policy in the euro area. *IGIER Working Paper No. 225*.
386. Marcet, A. i Scott, A. (2007). Debt and deficit fluctuations and the structure of bond markets. Mimeo.
387. Marinković, Srđan. (2011). *Finansijska tržišta*. Niš: Ekonomski fakultet Univerziteta u Nišu.
388. Martin M. Fernando. (2009). *A positive Theory of Public Debt*, Simon Fraser University.
389. Martinez–Vasquez, Jorge. (2004). The Impact of Fiscal Policy on the Poor: Fiscal Incidence Analysis. *International Studies Program, Andrew Young School of Policy Studies, Georgia State University*.
390. Mas, Ignacio. (1995). Central Bank Independence: A critical View from Developing Country Perspective. The World Bank Washington DC, *World Development*, Vol 23., No. 10.
391. Masson, R. P., Savastano, A. M. i Sharma, S. (1997). The Scope for Inflation Targeting in Developing Countries. *IMF Working Paper*. WP/97/130.
392. Mbemba, Augustin. (2012). The Effects of Globalization on U.S. Monetary Policy. *International Journal of Economics and Finance*, Vol. 4, No. 6.
393. McCallum, Bennett i Nelson, Edward. (1999). An Optimizing IS–LM Specification for Monetary Policy and Business Cycle Analysis. *Journal of Money, Credit, and Banking* 31.
394. McCallum, Bennett i Nelson, Edward. (2006). *Monetary and Fiscal theories of the price level: the irreconcilable differences*, February Federal Reserve Bank St. Louis.
395. McMillin, W. D. i Koray, F. (1990). Does government debt affect the exchange rate? An empirical analysis of the U.S. – Canadian exchange rate. *Journal of Economics and Business* 42.
396. Melitz, Jacques. (1997). Some Cross–country Evidence about Debt, Deficits and the Behavior of Monetary and Fiscal Authorities. CEPR Discussion Paper No. 1653.

397. Melitz, Jacques. (2000). Some Cross-country Evidence about Fiscal Policy Behavior and Consequences for EMU. Manuscript. University of Strathclyde. CREST-INSEE and CEPR.
398. Metzler, L.A. (1942). Underemployment equilibrium in international trade. *Econometrica*, 10.
399. Meyer, H. Laurence, Doyle M. Brian, Gagnon E. Joseph, i Henderson, Dale W. (2002). International Coordination of Macroeconomic Policies: Still Alive in the New Millennium. Board of Governors of the Federal Reserve System. International Finance Discussion Papers No 723.
400. Meyer, T., J. S. Duesenberry, i Aliber. R. Z. (1993). *Money, Banking and the Economy*. W.W. Norton.
401. Miller, Marcus i Mark, Salmon. (1990). When Does Coordination Pay. *Journal of Economic Dynamics and Control*, Vol. 14.
402. Ministarstvo finansija. (2012). Akcioni plan za suzbijanje sive ekonomije za 2013. godinu.
403. Ministarstvo finansija. (2012). Pretpristupni ekonomski program za Crnu Goru 2012-2015. Podgorica: Ministarstvo finansija.
404. Ministarstvo finansija. (2012). Smjernice makroekonomske i fiskalne politike za period 2012-2015. Podgorica: Ministarstvo finansija.
405. Ministarstvo finansija. (2013). Akcioni plan za suzbijanje sive ekonomije za 2013. godinu. Podgorica: Ministarstvo finansija.
406. Ministarstvo rada i socijalnog staranja. (2007). Nacionalna strategija zapošljavanja i razvoja ljudskih resursa 2007-2011. Podgorica: Ministarstvo rada i socijalnog staranja.
407. Ministarstvo rada i socijalnog staranja. (2012). Nacionalna strategija zapošljavanja i razvoja ljudskih resursa 2012-2015. Podgorica: Ministarstvo rada i socijalnog staranja.
408. Mishkin, Frederic S. (2008). Global Financial Turmoil and the World Economy. Speech given at the Caesarea Forum of the Israel Democracy Institute, Eliat, Israel.
409. Mishkin, S. Frederic. (2000). From Monetary Targeting to Inflation Targeting: Lessons from the Industrialized Countries. *National Bureau of Economic Search Working Paper Series*.
410. Mishkin, S. Frederic. (2006). Monetary Policy Strategy: How We Did Get Here. *National Bureau of Economic Search Working Paper Series*.
411. Mishkin, S. Frederic. (2007). Will Monetary Policy Become More of a Science? *Finance and Economics Discussion Series Reserve Board*. Washington, D.C.
412. Mishkin, S. Frederic. (2011). Monetary Policy Strategy: Lessons From the Crisis. *National Bureau of Economic Search Working Paper Series*.
413. Missale, A. (2000). Optimal Debt Management with a Stability and Growth Pact. *Public Finance and Management*, 1.
414. Mohammad, S. D, Wasti, S. K. A, Lal, I. i Hussain, A. (2009). An Empirical Investigation between Money Supply, Government Expenditure, output & Prices: the Pakistan Evidence. *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences*, Issue 17.
415. Monacelli, Tommaso, Perotti, Roberto i Trigari, Antonella. (2010). Unemployment Fiscal Multipliers. *Carnegie Rochester Conference*.
416. Moosa, A. Imad i Bhatti, Razzaque H. (2010). *The Theory and Empirics of Exchange Rates*, World Scientific Publishing Co. Pte. Ltd.

417. Morris, R, Ongena, H, i Schuknect, L. (2006). The Reform and Implementation of teh Stability and Growth Pact. European Central Bank. Occadional Paper Series No. 47.
418. Mundell, R. (1968). International Economics. New York.
419. Mundell, R. A. (1962). Capital Mobility and Stabilisation Policy Under Fixed and Flexible Exchange Rates. *Canadian Journal of Economic and Political Science*, 29.
420. Mundell, R. A. (1962a). The Appropriate Use of Monetary and Fiscal Policy Under Fixed Exchange rates. Staff Papers.
421. Mundell, R. A. (1963). Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates. *Canadian Journal of Economics* 29.
422. Muscatelli, V. Anton, Patrizio Tirelli i Carmine Trecroci. (2002). Monetary and Fiscal Policy Interactions over the Cycle: Some Empirical Evidence. Manuscript.
423. Muscatelli, V. Anton, Tiziono Ropele i Tirelli, Patrizio. (2004). Fiscal and Monetary Policy Interactions in a New Kejnesian Model with Liquidity Constraints. University of Glasgow and CESifo, Munich.
424. Musgrave, A. Richard. (1959). *The Theory of Public Finance*. McGraw Hill.
425. Musgrawe, R. (1973). *Teorija javnih finansija*, Naučna knjiga.
426. Neck, Reinard. (2009). System–Theoretic Foundation of the Theory of Economic Policy. Klagenfurt: WSEAS TRANSACTIONS on BUSINESS and ECONOMICS.
427. Niechans, Jurg. (1968). Monetary and Fiscal Policies in Open Economies Under Fixed Exhane Rates: An Optimising Approach. *The Journal of Politcal Economy*, Vol. 21, No.1.
428. Nikos, Benos. (2009). Fiscal policy and economic growth: empirical evidence from EU countries. *MPRA Paper No. 19174*.
429. Nordhaus, D. William. (1994). Policy Games: Coordination and Independence in Monetary and Fiscal Policies. *Brookings Papers on Economic Activity*, 2.
430. Nordhaus, W. (1975). The Political Bussines Cycle. *Rewiew of Economic Studies*.
431. Noyer, Christian. (2011). Monetary Policy: Lessons from the Crisis. *Speech in Conference on 'Fiscal and Monetary Policy Challenges in the Short and the Long Run*, Bundesbank, Hamburg.
432. Obstfeld, M. (2001). International macroeconomics: Beyond the Mundell–Fleming Model. Washington: *IMF Staff Papers*, 47. special issue.
433. Obstfeld, M. i Rogoff, K. (2000). New Directions for Stohastic Open Economy Models. *Journal of International Economics*, 117.
434. Obstfeld, M. i Rogoff, K. (2002). Global Implications of Self–Oriented National Monetary Rules. *Quarterly Journal of Economics*, 117.
435. Obstfeld, Maurice i Rogoff, Kenneth. (2002). Global implications of self–oriented national monetary rules. *Quarterly Journal of Economics* 117.
436. OECD. (2003). Tax Policy Assessment and Design in Support of Direct Investment. A Study of Countries in South East Europe. The OECD Tax Centre for Tax Policy and Administration with Co–operation with the Investment Compact Team. Paris.
437. OECD. (2008). Growing Unequality Income Distribution and Poverty in OECD Countries.
438. OECD. (2009). *The effectiveness and scope of fiscal stimulus*. Chapter 3 in OECD Economic Outlook Interim Report.

439. Ogunmuyiwa, M. S. i Ekone, A. F. (2010). Money Supply – Economic Growth Nexus in Nigeria. *J Soc Sci*, 22(3).
440. Orphanides, Athanasios. (2010). Monetary Policy Lessons from the Crisis. Central Bank of Cyprus, *Working Paper 2010-1*.
441. Ostry, D. Jonathan Ghosh, R. Atish, Kim, I. Jun i Mahvash S. Qureshi. (2010). Fiscal Space. IMF Research Department.
442. Oudiz, Gilles i Sachs, Jeffery. (1984). Macroeconomic policy coordination among the industrial economies. *Brookings Papers on Economic Activity* 1.
443. Palley, I. Thomas. (1993). Milton Friedman and Monetarist Counter–Revolution: a Re–Appraisal. Department of Economics. New School for Social Research.
444. Paoli, De Bianca. (2009). Monetary Policy and Welfare in a Small Open Economy. *Journal of International Economics* 77.
445. Paukert, Felix. (1973). Income Distribution at Different Levels of Development – A Survey of Evidence. *International Labor Review*.
446. Pearce, D. K. (1983). Alternative views of exchange rate determination, *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Kansas City.
447. Perotti, R. (2002). Estimating the effects of fiscal policy in OECD countries. Forthcoming in conference volume “International Seminar on Macroeconomics”, James Stock and Lars Svensson, eds., *NBER*.
448. Perotti, R. (2007). In Search of the Transmission Mechanism of Fiscal Policy. *Working Paper* no. 13143, National Bureau of Economic Research, Cambridge.
449. Persson, Torsten i Tabellini, Guido. (1994). Is Inequality Harmful for Growth? Theory and Evidence. *American Economic Review*, Vol. 84, No. 3.
450. Phillips, A. W. (1954). Stabilization policy in a closed economy. *Economic Journal* 64.
451. Phillips, A. W. (1957). Stabilization policy and time forms of lagged responses. *Economic Journal* 67.
452. Pisani–Ferry, J. (2002). Fiscal discipline and policy coordination in the Eurozone: Assessment and proposals. Paper for the European Commission President’s Group for Economic Analysis.
453. Plasmans J., Engwerda J. C., Van Aarle B., Di Bartolomeo G. i Michalak T. (2005). Dynamic modeling of monetary and fiscal cooperation among nations. Springer, Berlin.
454. Plasmans, Joseph. (2006). *Modern Linear and Nonlinear Econometrics*. Springer.
455. Poot, Jacques. (2000). A Synthesis of Empirical Research on the Impact of Government on Long–Run Growth. *Growth and Change*.
456. Popović, Milenko. (2010). *Privredni rast Crne Gore*. Centralna narodna biblioteka Crne Gore.
457. Prasad, Naren. (2008). Policies for redistribution: The use of taxes and social transfers. *International Institute for Labour Studies, Discussion Paper*.
458. Praussello, Franco. (2012). The Eurozone Experience: Monetary Integration in the Absence of a European Government. GrancoAngeli.
459. Puryear, Jeffrey i Jewers, Mariellen M. (2008). Fiscal Policy and the Poor in Latin America. *Inter–American Dialogue*.
460. Quispe–Angoli, Myriam. (2002). Cost and Benefits of Dollarization, Latin America Research Group, Federal Reserve Bank of Atlanta.

461. Rabanal, P. i Aspachs–Bracons, O. (2011). The Effects of Housing Prices and Monetary Policy in a Currency Union. IMF working papers. International Monetary Fund.
462. Radcliffe, G. B. E. (1959). Committee on the Working of the Monetary System: Report. London: Her Majesty's Stationary Office.
463. Radulescu, Magdalena. (2011). The Efficiency of the Fiscal Policy in the EU and Its Role in the Economic Recovery by Attracting FDIs. *Journal of Knowledge Management, Economics and Information Technology*, Issue 7.
464. Raghuram, R. G. (2006). Has Finance Made the World Riskier? *European Financial Management* 12(4).
465. Ragnar, Frisch, (1961). Numerical determination of a quadratic preference function for use in macroeconomic programming, *Memorandum from the Institute of Economics at the University of Oslo*. No. 14, 1957., reprinted in *Studies in honour of Gustavo del Vecchio, Giornale degli Economisti e Annali di Economia*.
466. Ragnar, Frisch. (1950). L'emploi des modèles pour l'élaboration d'une politique économique rationnelle. *Revue d'Économie Politique*, 60: 474-498; 601-634.
467. Ragnar, Frisch. (1953). A memorandum on price–wage–tax subsidy policies as instruments in maintaining optimal employment. UN Document E (CN1/Dub 2), New York, 1949, reprinted as Memorandum from Universitets Sosialøkonomiske Institutt, Oslo.
468. Ragnar, Frisch. (1961). A survey of types of economic forecasting and programming and a brief discussion of the Oslo channel model. *Memorandum from the Institute of Economics at the University of Oslo*.
469. Rajan, G. Raghuram. (2005). Has Financial Development Made the World Riskier? The Greenspan Era: Lessons for the Future. Federal Reserve Bank of Kansas City.
470. Rajan, Raghuram. (2006). Has Finance Made the World Riskier? *European Financial Management* 12(4).
471. Rankin, Keith. (2011). Mercantilist Reasoning in Economic Policy Making. Dept of Accounting and Finance Unitec Institute of Technology.
472. Ratto, Marco, Roeger, Werner, i Janin'tVeld. (2008). "QUEST III: An Estimated Open–Economy DSGE Model of the Euro Area with Fiscal and Monetary Policy." *European Economy, Economic Paper No. 335, European Commission, Brussels*.
473. Reinard N. (2009). System-Theoretic Foundation of the Theory of Economic Policy. WSEAS TRANSACTIONS on BUSINESS and ECONOMICS. Klagensfurt.
474. Reinhart M. Carmen, Vincent R. Reinhart, i Rogoff, Kenneth S. (2012). Debt Overhangs: Past and Present. *NBER Working Paper* No. 18015.
475. Reinhart, C. i Rogoff, K. (2009). This Time Is Different. *Princeton University Press*.
476. Reinhart, C. i Rogoff, K. (2010). Growth in a Time of Debt. *American Economic Review*.
477. Raghuram, R. G. (2005). Has Financial Development Made the World Riskier?, *The Greenspan Era: Lessons for the Future*. (Kansas City: Federal Reserve Bank of Kansas City).
478. Rochon, Louis–Philippe i Lang, Dany. (2012). Growth and money in Post Keynesian models, *Journal of Post Keynesian Economics* / Spring 2012, Vol. 34, No. 3 387.
479. Rogoff, K. (1985). Can international monetary policy coordination be counterproductive? *Journal of International Economics* 18.
480. Romer, Christina i Bernstein, Jared. (2009). The Job Impact of the American Recovery and Reinvestment Plan. Council of Economic Advisers.

481. Romer, David. (2000). Keynesian macroeconomics without the LM curve. *Journal of Economic Perspectives*, vol. 14, no. 2, pp. 149-69.
482. Romer, David. (2011). What Have We Learned about Fiscal Policy from the Crisis. IMF Conference on Macro and Growth Policies in the Wake of the Crisis.
483. Romero-Ávila, Diego i Strauch, Rolf. (2008). Public finances and long-term growth in Europe: Evidence from a panel data analysis. *European Journal of Political Economy*.
484. Rose, A. K. (2000). One Money, One Market: the Effect of Common Currencies on the Trade, *Economic Policy*, vol. 15 (30).
485. Rother, C. Philipp. (2004). Fiscal Policy and Inflation Volatility. *ECB Working Paper Series No 317*.
486. Roubini, Nouriel. (1998). The case against Currency Boards: Debunking 10 Myths About the Benefit of CBs. Stern School of Business, New York University.
487. Sargent, T. i Wallace, N. (1975). Rational Expectations, the Optimal Monetary Instrument, and the Optimal Money Supply Rule. *Journal of Political Econom.*
488. Sargent, T. J. (1982). Beyond Supply and Demand Curves in Macroeconomics. *American Economic Review*, 72(2), May, pp.382-9.
489. Sargent, T. J. i Wallace, N. (1981). Some Unpleasant Monetarist Arithmetic. *Quarterly Review*, FRB of Minneapolis, fall 1981 (Reprinted in *Rational Expectations and Inflation 2<sup>nd</sup> Edition* NY: Harper Collins College Publishers 1993).
490. Saue, Stephan. (2007). Discretion Rather Than Rule: When is Discretionary Policy Making Better Than the Timeless Perspective. *European Central Bank Working Paper Series*.
491. Savjet za finansijsku stabilnost. (2014). Izvještaj o radu Savjeta za finansijsku stabilnost 2013. godina. Podgorica: Savjet za finansijsku stabilnost.
492. Schaechter, Andrea, Kinda, Tidiane, Budina, Nina i Weber, Anke. (2012). Fiscal Rules in Response to the Crisis – Toward the “Next generation” Rules. A New Dataset. *IMF Working Paper*.
493. Schmitt-Grohe, S. i Uribe, M. (2001). Optimal Fiscal and Monetary Policy Under Sticky Prices. *NBER Working Paper No. 9220*.
494. Schuknect, Ludger, Moutot, Philippe, Rother, Philipp, i Jurgen, Stark. (2011). The Stability and Growth Pact – Crisis and Reform. European Central Bank. Occasional Paper Series No 129.
495. Schwödiauer, Gerhard, Komarov Vladislav i Akimova, Iryna. (2006). Central Bank Independence, Accountability and Transparency: The Case of Ukraine. *FEMM Working Paper Series*, No. 30.
496. Seater, John. (1993). Ricardian Equivalence. *Journal of Economic Literature*, vol. 31, no.1.
497. Sefdari, Mehdi, Masoud AbouieMehrizi i Marzie Elahi. (2011). Impact of Fiscal Policy on Economic Growth in Iran. *European Journal of Economics and Administrative Sciences*, ISSN 1450-2275 Issue 36.
498. Šehović, Damir. (2013). General Aspects of Monetary and Fiscal Policy Coordination. Podgorica: Journal of Central Banking Theory and Practice.
499. Semmler, Willi i Zhang, Wenlang. (2004). Monetary and Fiscal Policy Interactions in the Euro Area. Kluwer Academic Publishers. *Empirica* 31.
500. Sen, Amartya. (1999). Development as Freedom. Alfred A. Knopf, Inc., New York.



501. Setterfield, Mark. (2007). Is there a Stabilizing Role for Fiscal Policy in the New Consensus? *Department of Economics Trinity College*.
502. Sims, C. (1994). A Simple Model for the Study of the Price Level and the Interaction of Monetary and Fiscal Policy. *Economic Theory*, Vol. 4, No. 3.
503. Sims, C. (1999). The Precarious Fiscal Foundations of EMU. *De Economist*, Vol. 147, No. 4.
504. Sims, Christopher A. (1997). Fiscal Foundations of Price Stability in Open Economies. Manuscript.
505. Sims, Christopher A. (2001). Comment on Sargent and Cogley s Evolving U.S. Postwar Inflation Dynamics. Manuscript.
506. Službeni list RCG. (2001). Uputstvo o načinu i postupku konverzije DEM i drugih valuta eurozone. Podgorica: Službeni list RCG, 64/01, 14/02.
507. Službeni list RCG. (2001, 2002). Uputstvo o načinu i postupku konverzije DEM i drugih valuta eurozone. Podgorica: Službeni list RCG, 64/01 i 14/02.
508. Službeni list RCG. (2002). Odluka o otkupu valuta eurozone. Podgorica: Službeni list RCG, 45/02.
509. Službeni list RCG. (2008). Zakon o mjerama za zaštitu bankarskog sistema. Podgorica: Službeni list RCG, 64/2008.
510. Službeni list RCG. (2010). Zakon o Centralnoj banci Crne Gore. Podgorica: Službeni list RCG, 40/10, 46/10.
511. Službeni list RCG. (2010a). Zakon o Savjetu za finansijsku stabilnost. Podgorica: Službeni list RCG, 44/10.
512. Službeni list RCG. (2011). Odluka o odobravanju finansijske pomoći u krajnjoj instanci. Podgorica: Službeni list RCG, 15/11.
513. Službeni list RCG. (2011a). Odluka o bližim uslovima za davanje kredita bankama za održavanje likvidnosti. Podgorica: Službeni list RCG, 15/11.
514. Službeni list RCG. (2011b). Odluka o obaveznoj rezervi banaka kod Centralne banke Crne Gore. Podgorica: Službeni list RCG, 35/11.
515. Službeni list RCG. (2011c). Odluka o operacijama na otvorenom tržištu. Podgorica: Službeni list RCG, 15/11.
516. Službeni list RCG. (2012). Odluka o dopuni odluke o obaveznoj rezervi banaka kod Centralne banke Crne Gore. Podgorica: Službeni list RCG, 22/12.
517. Službeni list RCG. (2012a). Odluka o izmjenama Odluke o obaveznoj rezervi banaka kod Centralne banke Crne Gore. Podgorica: Službeni list RCG, 61/12.
518. Službeni list RCG. (2014). Zakon o budžetu i fiskalnoj odgovornosti. Podgorica: Službeni list RCG, 20/14.
519. Smaghi, Lorenzo B. i Casini, Claudio. (2000). Monetary and Fiscal Policy Cooperation: Institutions and Procedures in EMU. *Journal of Common Market Studies*.
520. Snowdon, Brian i Vane, Howard R. (2005). *Modern Macroeconomics: Its Origins, Development and Current State*. Eward Elgar Publishing Limited.
521. Solow, M. Robert. (1987). *Growth Theory: An Exposition*. New York: Oxford University Press.
522. Spiegl, Shari. (2007). Macroeconomic and Growth Policies. *New York: Initiative for Policy Dialogue*.

523. Spilimbergo, A. et al. (2009). Fiscal Policy for the Crisis. *IMF Staff Position*.
524. Staffs of the International Monetary Fund and the World Bank. (2001). Guidelines for Public Debt Management.
525. Stahler, N. i Thomas, C. (2011). FiMod – a DSGE model for fiscal policy simulations. Discussion Paper Series 1: Economic Studies 2011. Deutsche Bundesbank. Research Centre.
526. Stiglitz, E. Joseph. (1998). More Instruments and Broader Goals: Moving Toward the Post Washington Consensus. WIDER Annual Lectures No. 2, Helsinki.
527. Stiglitz, E. Joseph. (1999). Reforming the Global Economic Architecture: Lessons from the Recent Crises. *Journal of Finance Vol. 54 No. 4*.
528. Stiglitz, E. Joseph. (2010). *Freefall America, FreeMarkets, and the Sinking of the World Economy*. New York: W. W. Norton & Company, Inc.
529. Stolz, I. i Wedow, M. (2010). Extraordinary Measures in Extraordinary Times, Public Measures in Support of the Financial Sector in the EU and The United States. ECB. Occasional Paper Series No. 117.
530. Streeten, Paul. (1991). Global Prospects in an Interdependent World. *World Development Vol. 19 No. 1*.
531. Streeten, Paul. (1998). Globalization: Threat or Salvation? in A.S. Bhalla ed., *Globalization, Growth, and Marginalization*. New York.
532. Sundararajan, V., Dattels, P. i Blommestein., H. (1997). Coordinating Public Debt and Monetary Management. International Monetary Fund.
533. Svensson, Lars, E. O. (1999). Price–Level Targeting Versus Inflation Targeting: A Free Lunch. *Journal of Money, Credit and Banking*.
534. Svjetska banka. (2012). Crna Gora: priprema za prosperitet.
535. Tanner, J. E. (1979). Are the lags in the effects of monetary policy variable? *Journal of Monetary Economics*, 5.
536. Taylor, B. John. (2000). How the Rational Expectations Revolution Has Changed Macroeconomic Policy Research. *Stanford University*.
537. Taylor, J. (1999). *A Historical Analysis of Monetary Policy Rules*. University of Chicago Press.
538. Taylor, J. B. (1980). Aggregate Dynamics and Staggered Contracts,” *Journal of Political Economy*.
539. Taylor, J. B. (1993). Discretion Versus Rules in Practice. Carnegie–Rocheste Conference Series on Public Policy.
540. Tcherneva, R. Pavlina. (2011). Fiscal Policy Effectiveness: Lessons from the Great Recession. Levy Economics Institute of Bard College, *Working Paper No. 649*.
541. Teather, Richard. (2005). *The Benefit of Tax Competition*. The Institute of Economic Affairs. London.
542. Terrson, T. i Tibellini, G. (1999). Political Economics and Macroeconomic Policy. *Handbook of Macroeconomics, North Holland*.
543. Terschys, Daniel. (2011). The EU Budget: What Should Go In? What Should Go Out? Swedish Institute for European Policy Studies.
544. Terschys, Daniel. (2011). The EU Budget: What Should Go In? What Should Go Out? Swedish Institute for European Policy Studies.

545. Theil, Henry. (1956). On the theory of economic policy. *American Economic Review*.
546. Theil, Henry. 1964. *Optimal decision rules for government and industry*, Amsterdam: North Holland.
547. Tinbergen, Jan. (1952). *On the theory of economic policy*, Amsterdam: North Holland.
548. Tinbergen, Jan. (1955). *On the Theory of the Economic Policy*, Amsterdam: North-Holland.
549. Tinbergen, Jan. (1956). *Economic policies: principles and design*, Amsterdam: North Holland.
550. Tobias, Adrian i Hyun Song Shin. (2009). Money, Liquidity, and Monetary Policy. Federal Reserve Bank of New York. *Staff Reports No 360*.
551. Tobin, James. (1969). A General Equilibrium Approach To Monetary Theory. *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 1, No. 1.
552. Tobin, James. (1963). An Essay on the Principles of Debt Management. *Fiscal and Debt Management Policies*. Englewood Cliffs, N.J.: Commission on Money and Credit.
553. Tsoulfidis, Lefteris. (2010). *Competitive School of Economic Thought*. Springer – Verlag Berlin Heidelberg.
554. Uhlig, H. (2002). One Money, But Many Fiscal Policies in Europe: What Are the Consequences? *CEPR Discussion Paper* no. 3296.
555. Van Aarle B., Di Bartolomeo G., Engwerda J. i Plasmans J. (2004). Policymakers' coalitions and the stabilization policy in the EMU. *Journal of Economics*.
556. Van Aarle, Bas, Harry Garretsen i Gobbin, Niko. (2001). Monetary and Fiscal Policy Transmission in the Euro-area: Evidence from a VAR Analysis. Manuscript.
557. Van Aarle, Bas, Jacob Engwerda i Plasmans, Joseph. (2002). Monetary and Fiscal Policy Interaction in the EMU: A Dynamic Game Approach. *Annals of Operations Research* 109.
558. Van Aarle, Bas, Lans Bovenberg i Raith, Matthias. (1995). Monetary and Fiscal Policy Interaction and Government Debt Stabilization. Manuscript.
559. Van den Noord, Paul. (2000). The Size and Role of Automatic Fiscal Stabilizers in the 1990s and Beyond. *OECD Economics Department Working Paper* No. 230.
560. Vane, Howard S. Brian. (1999). *Conversations with Leading Economists: Interpreting Modern Macroeconomics*. UK: Edward Elgar Publishing, Cheltenham.
561. Verhelst, Stijn. (2013). Don't Complicate it Ever Further: Macroeconomic Conditionality as a Substitute for New Structural Reform Contracts. *European Policy Brief*.
562. Vestin, David. (2000). Price Level Targeting Versus Inflation Targeting in a Forward Looking Model. mimeo. IIES, Stockholm University.
563. Vestin, David. (2006). Price-Level Versus Inflation Targeting. *Journal of Monetary Economics*, Vol. 53. No. 7.
564. Viggi, Gianni. (2004). Structural Change and Social Transformation in Physiocracy. *Political Events and Economic Ideas*.
565. Watt, Andrew. (2008). The economic and financial crisis in Europe: addressing the causes and the repercussions. *Munich Personal RePEc Archive*.
566. Wessel, David. (2009). *In Fed We Trust: Ben Bernanke's War on the Great Panic*. Crown Business.

567. White, R. William. (2009). Should Monetary Policy “Lean or Clean”? Federal Reserve Bank of Dallas Globalization and Monetary Policy Institute, *Working Paper No 34*.
568. William, C. John. (2009). Daedalus: Optimal Inflation and the Zero Lower Bound. *Brooking Papers on economic Activity, draft (10, 11 September)*.
569. Winkler, Adalbert, et al. (2004). Official Dollarization /Eurisation: Motives, Features and Policy Implications of Current Cases. European Central Bank. Occasional Paper Series.
570. Wolf, C. Holger, Ghosh, R. Atish, Berger, Helge i Gulde, Anne–Marie. (2008). Currency Boards in Retrospect and Prospect. Massachusetts Institute of Technology.
571. Wolowiec, Tomasz i Sobon, Janusz. (2011). EU Integration and Harmonisation of Personal Income Taxation. *Contemporary Economics*. Vol 5 Issue 1.
572. Wolswijk, Guido i De Haan, Jacob. (2005). Government Debt Management in the Euro Area: Recent Theoretical Developments and Changes in Practice. Occasional Paper Series.
573. Woodford, M. (1995). Price Level Determinacy without Control of a Monetary Aggregate. *Carnegie Rochester Conference Series on Public Policy*, 43.
574. Woodford, M. (1997). Control of the Public Debt: A requirement for Price Stability?, in *The Debt Burden nad Monetary Policy*, eds: G. A. Calvo, and M. A. King, MacMillan, London.
575. Woodford, M. (1998). Public Debt and the Price Level. Princeton University.
576. Woodford, M. (2001). Fiscal Requirements for Price Stability? *Journal of Money, Credit and Banking*, 33(3), Aug. pp. 669-728.
577. Woodford, M. (2003). Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy. Forthcoming, Princeton University Press.
578. Woodford, Michael. (1994). Monetary Policy and Price Level Determinacy in a Cash–inadvance Economy. *Economic Theory*.
579. Woodford, Michael. (2000). Fiscal Requirements for Price Stability. Manuscript. Princeton University.
580. Woodford, Michael. (2002). Inflation Stabilization and Welfare. *Contributions to Macroeconomics*. Vol. 2, No. 1.
581. World Economic Forum. (2009). The Global Competitiveness Report 2009-2010.
582. World Economic Forum. The Global Competitiveness Report 2009-2010.
583. Wray, Randall. (2006). Keynes’s Approach To Money: An Assessment After 70 Years. *The Levy Economics Institute*.
584. Wren–Lewis, S. (2011). Lessons From Failure: Fiscal Policy, Indulgence and Ideology. *National Institute Economic Review*.
585. Wren–Lewis, Simon. (2011). Comparing the Delegation of Monetary and Fiscal Policy. Discussion Paper 540. Department of Economics. Oxford University.
586. Wyplosz, C. (2005). Fiscal policy: Institutions versus rules. *National Institute Economic Review* 191.
587. Wyplosz, Charles. (1999). Economic Policy Coordination in EMU: Strategies and Institutions. CEPR.
588. Wyplosz, Charles. (2012). Fiscal Rules: Theoretical Issues and Historical Experiences. *Working Paper 17884*. National Bureau of Economic Research.
589. Yared, Pierre. (2007). Politicians, Taxes, and Debt. Unpublished.

590. Živković, A. (1973). Neki teorijski aspekti monetarnog rasta u inflatornim uslovima razvijenih tržišnih privreda. *Jugoslovensko bankarstvo*, br. 1.
591. Živković, A. (1993). Analiza efektivnosti monetarne politike u Jugoslaviji. Beograd: Ekonomski fakultet.
592. Živković, Aleksandar i Kožetinac, Gradimir. (2004). *Monetarna ekonomija*. Beograd: Ekonomski fakultet.
593. Zoli, Edda. (2005). How does fiscal policy affect monetary policy in emerging market countries. *BIS Working Papers*.
594. Žugić, Radoje i Fabris, Nikola. (2013). Koordinacija monetarne i fiskalne politike u Crnoj Gori. Beograd: Ekonomske ideje i praksa.