



Б Е О Г Р А Д

МИЛИЦА ГАВРИЛОВИЋ

**ОДНОС МОНЕТАРНЕ И ФИСКАЛНЕ
ПОЛИТИКЕ У ЕКОНОМСКОЈ ПОЛИТИЦИ**

- ДОКТОРСКА ДИСЕРТАЦИЈА -

БЕОГРАД, 2014.

Чланови Комисије:

- **Предраг Капор - ментор**
редовни професор, Факултет за пословне студије
- **Слободан Котлица**
редовни професор, Факултет за пословне студије
- **Оскар Ковач**
професор емеритус, Факултет за међународну економију

Датум одбране: 19. септембар 2014. године

САДРЖАЈ

АПСТРАКТ	9
ABSTRACT	10
УВОД	11
1. ТЕОРИЈСКО МЕТОДОЛОШКИ ПРИСТУП	15
1.1. Предмет и циљ истраживања докторске дисертације	15
1.2. Хипотезе докторске дисертације	16
1.3. Методе примењене у истраживању	17
1.4. Научна и друштвена оправданост докторске дисертације	18
2. ТЕОРИЈСКЕ ОСНОВЕ МАКРОЕКОНОМИЈЕ	20
3. ТРЖИШТЕ ПРОИЗВОДА И УСЛУГА	33
3.1. Бруто домаћи производ и бруто национални доходак – промена структуре од затворене до отворене привреде	36
3.2. Инвестиције и штедња	43
3.3. Равнотежа на тржишту производа и услуга	54
3.4. Фискална политика	58
3.4.1. Пореска и буџетска фискална политика	64
3.4.2. Антидепресивна и антиинфлациона фискална политика	70
3.4.3. Фискална политика и IS крива	77
3.4.4. Циљање фискалног дефицита као стратегија фискалне политике	80
3.4.5. Циљање фискалног дефицита као фискална стратегија у земљама у транзицији	82
4. ТРЖИШТЕ НОВЦА	87
4.1. Функције новца	92
4.2. Квантитативна теорија новца	97

4.3.	Тражња и понуда новца.....	100
4.3.1.	Агрегатна понуда новца	101
4.3.2.	Агрегатна тражња новца	104
4.4.	Равнотежни ниво односа агрегатне понуде и тражње новца.....	117
4.5.	Монетарна политика.....	122
4.5.1.	Монетарна политика и LM крива.....	127
4.5.2.	Циљање инфлације као стратегија монетарне политике	129
4.5.3.	Циљање одређене стопе инфлације у земљама у транзицији.....	138
5.	ФИСКАЛНО - МОНЕТАРНИ МОДЕЛ.....	146
5.1.	Економска политика у IS-LM моделу.....	148
5.2.	Координација и хармонизација мера и инструмената фискалне и монетарне политике.....	159
5.3.	(Не) стандардне мере монетарне и фискалне политике у ванредним околностима	171
6.	ПРИМЕНА МЕРА И ИНСТРУМЕНАТА МОНЕТАРНЕ И ФИСКАЛНЕ ПОЛИТИКЕ.....	180
6.1.	Примена мера и инструмената монетарне и фискалне политике у развијеним земљама.....	182
6.2.	Примена мера и инструмената монетарне и фискалне политике у земљама у транзицији.....	191
6.2.1.	Примена мера и инструмената монетарне и фискалне политике у привреди Бугарске	192
6.2.2.	Примена мера и инструмената монетарне и фискалне политике у привреди Румуније.....	200
6.2.3.	Примена мера и инструмената монетарне и фискалне политике у привреди Хрватске.....	206
6.2.4.	Закључна разматрања примене мера и инструмената монетарне и фискалне политике у Бугарској, Румунији и Хрватској.....	210

6.2.5. Примена мера и инструмената монетарне и фискалне политике у привреди Републике Србије.....	215
6.2.6. Компарација макроекономских показатеља Републике Србије са Бугарском, Румунијом и Хрватском	230
6.2.7. Неоходност реформисања националне економије Републике Србије.....	234
6.2.8. Дефинисање монетарног и фискалног оптимума у посткризном периоду (након 2008. године)	240
7. ЗАКЉУЧАК.....	250
8. ЛИТЕРАТУРА.....	256

СЛИКЕ

Слика 2.1. Циљеви економиста земаља развијених тржишних економија осамдесетих година XX века.....	28
Слика 2.2. Проблеми економиста земаља развијених тржишних економија осамдесетих година XX века	28
Слика 2.3. Основна дилема осамдесетих година XX века	29
Слика 3.1. Промене на тржишту производа и услуга.....	34
Слика 3.2. Пример чиниоца који утичу на понуду у прехранбеној индустрији	34
Слика 3.2. Макроекономски агрегати као збирни израз ресурса	36
Слика 3.4. Паралела потенцијалних извора и употреба производа и услуга у затвореној и отвореној привреди.....	39
Слика 3.5. Однос штедње и инвестиција према националном доходу - случај повећања националног дохода	47
Слика 3.6. Однос штедње и инвестиција према националном доходу –случај смањења националног дохода	49
Слика 3.7 Утицај структуре расположивог дохода на тражњу – кружни процес.....	55
Слика 3.8 Комплементарни однос потрошње и штедње.....	55
Слика 3.9. <i>IS</i> крива.....	62
Слика 3.10. Инструменти експанзивне фискалне политике – антидепресивна фискална политика.....	72
Слика 3.11. Паралела ефеката примене два инструмента антидепресивне политике ..	73
Слика 3.12. Инструменти контракционе фискалне политике	75
Слика 3.13. Инструменти фискалне политике и њихово контракционо или експанзивно деловање на тржишту	77
Слика 3.14. Фискална експанзија и померање <i>IS</i> криве	78
Слика 3.15 Модел фискалне стратегије	85
Слика 4.1. Мере монетарних агрегата	89

Слика 4.2. Два правца кретања финансијских средстава.....	91
Слика 4.3. Утврђивање вредности производа кроз пропорције	94
Слика 4.4. Паралела имовинског и доходног приступа монетарној теорији	98
Слика 4.5. Агрегатна понуда и тражња новца	100
Слика 4.6. Агрегатна понуда новца.....	101
Слика 4.7. Агрегатна тражња новца.....	105
Слика 4.8. Тржишни механизам	108
Слика 4.9. Кретање агрегатне тражња за новцем- случај 1	112
Слика 4.10. Кретање агрегатне тражње за новцем – случај 2.....	115
Слика 4.11. Агрегатна номинална понуда новца	118
Слика 4.12 Агрегатна реална понуда новца	119
Слика 4.13. Реална агрегатна понуда MS^o и тражња новца MD^o	120
Слика 4.14. Механизам деловања експанзивне и контракционе монетарне политике.125	
Слика 4.15. Контракциона и експанзивна монетарна политика – LM крива.....	128
Слика 4.16. Модел монетарне стратегије	144
Слика 5.1. Модел IS-LM.....	150
Слика 5.2. Промена положаја IS криве	152
Слика 5.3. Фискална експанзија и померање IS криве	153
Слика 5.4. Контракциона и експанзивна монетарна политика – LM крива.....	155
Слика 5.5. Кретање криве LM услед инфлације тражње	156
Слика 5.6. Кретање LM криве услед настајања дефлационог „гепа“	157
Слика 5.7. Кретање криве LM услед настајања дефлационог „гепа“	158
Слика 5.8. Макроекономски циљеви	161
Слика 5.9. Монетарна и фискална политика	163
Слика 5.10. Пресек крива дејством мера монетарне и фискалне политике	164
Слика 5.11. Привредни поремећај – дефлациони „геп“	167

Слика 6.1. Макроекономски показатељи развијених земаља за период од 2000. до 2013.године.....	183
Слика 6.2. Учешће државног дуга у БДП у Бугарској (у %)	193
Слика 6.3. Учешће државног буџета у БДП у Бугарској	194
Слика 6.4. Учешће државног дуга у БДП (лево) и учешће државног буџета у БДП (десно) у Румунији (у %).....	201
Слика 6.5. Учешће државног дуга у БДП (лево) и учешће државног буџета у БДП (десно) у Хрватској (у %).....	207
Слика 6.6. Учешће државног дуга у БДП у Републици Србији (у %)	216
Слика 6.7. Учешће државног буџета у БДП у Републици Србији	218
Слика 6.8. Пројекција инфлације за период 2008–2011. (међугодишње стопе у %)....	226
Слика 6.9. Модел монетарне и фискалне стратегије	231
Слика 6.10. Модел адекватне координације монетарне и фискалне стратегије	248

ТАБЕЛЕ

Табела 3.1 Учешће државног буџета у БДП (2001-2013) у земљама у транзицији.....	82
Табела 3.2 Учешће државног дуга у БДП (2001-2013) у земљама у транзицији.....	83
Табела 4.2. Кретање вредности инфлације у земљама у транзицији - Бугарска, Румунија, Хрватска, Србија	138
Табела 4.3. Кретање вредности инфлације у Србији.....	139
Табела 4.4 Кретање стопе инфлације у развијеној привреди	142
Табела 6.2 Учешће бруто државног дуга у БДП у Јапану у периоду 2000- 2012. године	184
Табела 6.3 Учешће бруто државног дуга у БДП у САД у периоду 2000-2012. године	187
Табела 6.4. Макроекономски показатељи Бугарске у период од 2000-2013. године...	192
Табела 6.5. Кретање реалног ефективног девизног курса Бугарске (BGN)	194
Табела 6.6 Макроекономски показатељи Румуније у период од 2000-2013. године	200
Табела 6.7 Кретање реалног ефективног девизног курса Румуније (RON)	202
Табела 6.8. Макроекономски показатељи Хрватске у период од 2000-2013. године ..	206
Табела 6.9 Кретање реалног ефективног девизног курса Хрватске (HRK).....	207
Табела 6.10. Приказ најбољих резултата макроекономских показатеља у три посматрана периода	213
Табела 6.11 Макроекономски показатељи Републике Србије у период од 2000-2013.	215
Табела 6.12. Курс динара према страниј валути (EUR) – просек периода.....	217
Табела 6.13. Пројекција монетарних агрегата за 2005. годину на основу текућег платног биланса.....	220

АПСТРАКТ

У циљу постизања опште макроекономске равнотеже, креатори економске политике највише се ослањају на ефекте деловања мера и инструмената монетарне и фискалне политике, па стога теже њиховом константном комбиновању и хармонизовању. Управо, анализа међусобног односа и повезаности ових политика и њихов утицај на привредни раст и развој, представља циљ истраживања ове докторске дисертације.

Како универзални модел примене мера и инструмената монетарне и фискалне политике и њиховог комбиновања, не постоји, изложена је примена мера ових политика у развијеним земљама и земљама у развоју, не би ли се уочила чињеница немогућности пресликавања начина постизања монетарне и финансијске стабилности. Механизми и канали постизања циљева економске политике могу бити слични, али се морају прилагодити макроекономској ситуацији и кретањима вредности агрегата у свакој земљи појединачно.

На основу истраживања основних макроекономских агрегата (БДП, незапослености, инфлација, учешћа државног буџета и задужености у БДП), уочљиво је да, и поред сличног нивоа развијености унутар групације развијених земаља, као и унутар групације земаља у развоју, свака земља води сопствену економску политику, која се чак разликује по периодима. Дакле, циљ ове докторске дисертације јесте да покаже значај комбиновања и хармонизације мера и инструмената монетарне и фискалне политике и њихову примену у земљама различитог нивоа развијености.

Кључне речи: економија, макроекономска стабилност, макроекономски агрегати, монетарна политика, привреда, фискална политика

ABSTRACT

In order to achieve the overall macroeconomic stability ,policy makers mostly rely on the effects of activity measures and instruments of monetary and fiscal policy ,and therefore tend to their constant combining and harmonizing. Just that, analysis and interrelation between these policies and their impact on economic growth and development, is the goal of this dissertation research.

As a universal model for the application of measures and instruments of monetary and fiscal policies and their combinations, do not exist, there is subject to the application of the policy measures in the developed countries and the developing countries , would not you noticed the fact the impossibility of projecting ways of achieving monetary and financial stability. Mechanisms and channels to achieve the objectives of economic policy may be similar , but they must be adapted to the macroeconomic situation and the values of units in each country.

Based on the research of basic macroeconomic aggregates (GDP, unemployment, inflation, the share of the state budget and the debt to GDP ratio), it is evident that, despite similar levels of development within the group of developed countries as well as within the group of developing countries, each country determines its own economic policy, which even differs in period. Therefore, the aim of this dissertation is to show the importance of combining and harmonizing measures and instruments of monetary and fiscal policies and their implementation in countries with different levels of development.

Key words : *economy, macroeconomic stability, macroeconomic aggregates, monetary policy, the economy, fiscal policy*

УВОД

Свака национална економија тежи успостављању опште макроекономске равнотеже, што креатори економске политике могу постићи квантитативном и квалитативном анализом кретања и понашања макроекономских агрегата дефинисањем најповољнијег начина њиховог усмеравања, како би се повећала привредна активност и привредни раст једне земље. То подразумева и примену одговарајућих мера и инструмената макроекономске политике, односно монетарних и фискалних мера и инструмената, као и незанемаривање специфичних циљеви економске политике – циљеви у погледу платног биланса, циљеви везани за девизни курс и расподелу дохотка. Битност макроекономских ефеката за једну привреду, не искључују значај микроекономије. Да би се могла водити једна оптимална економска политика неопходан је и оптимални спој микро и макроекономије.

У овој докторској дисертацији, кроз седам поглавља приказан је значај координације мера и инструмената поменутих политика за постизање привредног амбијента макроекономске равнотеже и ефекти примене мера економске политике, на промене најбитнијих макроекономских агрегата, како са теоријског, тако и са аспекта примене у привреди. Стога, можемо поделити дисертацију у два дела:

I

Део који се односи на теоријски аспект макроекономије, где су првобитно изложене теоријске основе макроекономске мисли и сам настанак макроекономије, а потом је представљено у трећем поглављу Тржиште производа и услуга, а у четвртом поглављу Тржиште новца. Ова два тржишта су од значаја за успостављање макроекономске равнотеже, односно за постизање привредног раста и развоја, одређене стопе запослености, стабилности цена. С једне стране, на тржишту производа и услуга адекватним дејством мера и инструмената фискалне политике, може се постићи финансијска стабилност и поверење у финансијски систем, док с друге стране, на тржишту новца адекватним дејством мера и инструмената монетарне политике, могу се постићи жељени ефекти у реалном сектору. Дакле, што је већа усклађеност мера и инструмената фискалне и монетарне политике у њиховом деловању на реални сектор, то су већи ефекти на привредни раст и развој (помоћна хипотеза 2), и што је већа усклађеност мера и инструмената монетарне и фискалне политике, то су већи

ефекти у финансијском сектору (помоћна хипотеза 3), то ће бити њихов ефекат у укупној економској политици већи, што је генерална претпоставка ове докторске дисертације.

Док је у оквиру трећег поглавља представљена фискална политика и циљање фискалног дефицита као стратегије фискалне политике, у четвртом поглављу представљена је монетарна политика и циљање инфлације као њене стратегије. Поред представљеног теоријског аспекта, обе стратегије су анализирани кроз примену у земљама у транзицији и пружен је увид у модел како фискалне, тако и монетарне стратегије (креиран од стране аутора).

Како се главни акценат у раду ставља на координацију циљева, монетарне и фискалне политике, као и њихових мера и инструмената, који ће обезбедити једној земљи општу економску равнотежу и одрживи привредни раст у будућности, тако је адекватном фискално-монетарном моделу посвећено пето поглавље. У њему долази до приказа координације и хармонизације монетарних и фискалних мера и инструмената, путем извођења криве *IS* и криве *LM*, не би ли се путем модела *IS-LM* приказало дејство економске политике једне привреде. При томе, представљене су и нетсандардне мере монетарне и фискалне политике у околностима опште економске неравнотеже.

II

Део који се односи на примену мера и инструмената монетарне и фискалне политике у привреди, подељен је на под поглавље које се односи на примену мера и инструмената монетарне и фискалне политике у привредама развијених земаља - *Сједињених Америчких Држава и Јапана* у периоду од 2000. до 2013. године и друго под поглавље које се односи на примену мера и инструмената истих политика у привредама земаља у транзицији, односно *Бугарске, Румуније, Хрватске и Републике Србије*, у периоду од 2000. до 2013. године. Јапан и САД су узете за анализу, као развијене земље које су међу првима примениле потпуно нестандартне мере у време светске економске кризе 2008. године и начинили једну иновацију у домену економске политике, а Бугарска, Румунија, Хрватска су узете за анализу као земаља које су последње приступиле европској интеграцији, а налазе се у суседству Републике Србије. При томе, ове четири земље имају одређене сличности према територијалном

фактору, нивоу развијености и тежњи ка испуњавању истих услова и циљева ради приступања у Европску унију

Компарацијом актуелних кретања на финансијским тржиштима и тржиштима производа и услуга у одређеним земљама, односно поређењем кретања вредности њихових кључних макроекономских агрегата, може се стећи увид у модел њиховог управљања економском политиком. Наиме, циљ истраживања јесте да се систематизацијом њихових резултата прикажу различити приступи макроекономској политици који су услед рестриктивних или експанзивних фискалних и монетарних мера имали различите резултате, па се стога доказује да не постоји универзални модел вођења економске политике који би се могао пресликати из једне у другу земљу. У оквиру шестог поглавља извршен је кратак приказ неопходности реформисања националне економије Републике Србије деведесетих година и с почетка девхиљадитих, која се ланчано наставила и у периоду друге половине прве деценије 21.века, односно чија је неопходност додатно појачана светском економском и финансијском кризом 2008. године. Изложени модел монетарне и фискалне стратегије на крају овог поглавља, могао би представљати стратешки оптимум у постизању макроекономске стабилности.

На крају докторске дисертације су дата закључна разматрања о односу мера и инструмената монетарне и фискалне политике у економској политици, којима се може постићи и очувати макроекономска равнотежа.

ПРВО ПОГЛАВЉЕ

ТЕОРИЈСКО МЕТОДОЛОШКИ ПРИСТУП

1. ТЕОРИЈСКО МЕТОДОЛОШКИ ПРИСТУП

1.1. Предмет и циљ истраживања докторске дисертације

Свака привреда тежи ка унапређењу економског раста и напретка друштва. Искуство нам показује да су највећи утицај на општу равнотежу у привреди из арсенала економских политика, оствариле монетарна политика, кроз понуду новца и каматне стопе, и фискална политика, кроз јавну потрошњу и порезе. Ради постизања опште равнотеже, креатори економских политика највише су посезали за мерама и инструментима монетарне и фискалне политике. Међусобни однос и повезаност ових политика и њихов утицај на привредни раст и развој, представљаће **предмет истраживања** ове докторске дисертације.

За успостављање опште равнотеже, унутар привреде, незаобилазни су специфични циљеви економске политике – циљеви у погледу платног биланса, циљеви везани за девизни курс и расподелу дохотка. И поред тога, највећа пажња се посвећује монетарној и фискалној политици из разлога једноставности њихове примене. Стога, предмет истраживања докторске дисертације биће анализа ефеката мера и инструмената монетарне и фискалне политике на привредни раст. Појединачно ће се посматрати монетарна и фискална политика, као и њихов микс кроз стабилност цена, (не)запосленост, производњу и бруто домаћи производ. Одговориће се на константну дилему које мере и инструменти од ових политика, или која њихова комбинација, снажније утиче на раст економске активности.

Основни монетарни циљ јесте постизање и одржавање стабилности цена, односно остваривање циљане инфлације (таргетиране инфлације), прилагођавање каматних стопа, интервенције на финансијском и девизном тржишту, кроз спровођење одређеног режима девизног курса, како би се одржала равнотежа на тржишту новца. Циљ фискалне политике јесте постизање одрживог привредног раста и развоја, кроз поспешивање раста друштвеног производа, утицаја на ниво запослености, постизање економске равнотеже и стабилности цена, вођења одговарајуће пореске политике, као и праведну расподелу дохотка која је у складу са правилима фискалне одговорности. Монетарна политика истовремено својим мерама и инструментима утиче на реални сектор привреде, тако што на пример, каматне стопе утичу на тражњу добара и ниво дохотка и аупута на тржишту добара које је под утицајем мера и инструмената

фискалне политике. Повратном спрегом доходак и аутпут утичу на тражњу новца и каматне стопе, којима управља централна банака операцијама на отвореном тржишту.

У складу са предметом ове докторске дисертације, интеракција ова два тржишта ће се уз помоћ методе анализирања, приказати применом *IS-LM* модела. Уз помоћ криве *IS* анализираће се комбинација дохотка и каматних стопа које су у складу са равнотежом тржишта добара, док анализу исте комбинације инструмената приказаћемо уз помоћ криве *LM*, али на тржишту новца. Стога, од круцијалног је значаја за привреду једне земље, да мере и инструменти монетарне и фискалне политике буду усклађени. Лоше вођење једне политике може се неповољно одразити и поставити ограничења другој политици, што за резултат може имати негативне промене на макроекономски амбијент. Незобилазно, пажња ће бити усмерена на кључну разлику између ефеката мера монетарне и фискалне политике на привреду у кратком и дугом року.

Циљ истраживања докторске дисертације јесте указивање на значај правилног микса мера монетарне и фискалне политике, са циљем постизања опште економске равнотеже и одрживог привредног раста у будућности.

Циљ рада је да прикаже наведена кретања, укаже на неке специфичности постизања монетарних и фискалних циљева, омогући лакши избор економских мера и инструмената ове две најважније економске политике, компарцијом економских политика развијених земаља.

1.2. Хипотезе докторске дисертације

На основу **методолошко-хипотетичког оквира истраживања** хипотезе од којих ће се полазити у овој докторској дисертацији ће бити дефинисане на следећи начин:

Генерална хипотеза Х1:

Што је већи степен усклађености мера и инструмената монетарне и фискалне политике, то је њихов ефекат у укупној економској политици већи.

Помоћна хипотеза Х2:

Што је већа усклађеност мера и инструмената фискалне и монетарне политике у њиховом деловању на реални сектор, то су већи ефекти на привредни раст и развој.

Помоћна хипотеза Х3:

Што је већа усклађеност мера и инструмената монетарне и фискалне политике, то су већи ефекти у финансијском сектору

1.3. Методе примењене у истраживању

У процесу истраживања, прикупљања података, информација и њихове интерпретације, у циљу потврђивања или одбацивања постављене хипотезе, користиће се следећи **научни методи**:

Аналитичким методом ће се обавити анализа релевантне научне и стручне литературе везане за област макроекономије, или конкретније везане за монетарну политику и њене циљеве, мере и инструменте, као и фискалну политику и њене циљеве, мере и инструменте. Појединачно ће се анализирати монетарна и фискална политика, а затим ће се интегрисати расчлањени анализирани елементи обе економске политике у једну целину, названу микс економских политика, која ће пружити објашњење значаја координације ове две најважније економске политике, што је и предмет истраживања. Такође, приступиће се компарацији ефеката примене мера економске политике на привреду у кратком и дугом року.

Свакако за потребе истраживања потребно је суочавање теоријских поставки са емпиријским чињеницама (искуственим), односно проверу до сада постављених теоријских закључака у области монетарне и фискалне политике. У том случају, због великог броја посматраних емпиријских података који је садржан у оквиру секундарних извора, као што су извештаји званичних институција, стручни радови, неопходно је приступити квалитативној анализи.

Анализирањем кретања одређених макроекономских варијабли, услед постизања монетарних и фискалних циљева, пружиће се јаснији увид у (не)адекватност управљања економском политиком у неким земљама. Компарацијом вођења

економских политика одређених земаља, доћи ћемо до предлога модела спровођења мера и инструмената монетарне и фискалне политике (индуктивни метод).

1.4. Научна и друштвена оправданост докторске дисертације

Очекује се да ће докторска дисертација потврдити или оповргнути хипотезе, постављене на основу методолошко - хипотетичког оквира истраживања. Кроз анализирање релевантне научне и стручне литературе, искуствених чињеница везаних за област макроекономије, појасниће се значај **постојања и вођења** адекватних мера и инструмената монетарне и фискалне политике од стране креатора економске политике. Такође, очекује се да један од основних модела макроекономије: *IS-LM* модел покаже и значај **координације** мера и инструмената истих политика за постизање привредног амбијента макроекономске равнотеже и омогући приказ **ефеката примене** мера економске политике, на промене најбитнијих макроекономских величина. Дисертација ће указати на значај употребе микса ових политика и отклонити све дилеме око потребе њихове хармонизације без ограничења или везивања за неки временски период.

Компарацијом актуелних кретања на финансијским тржиштима и тржиштима добара у одређеним земљама, може се стећи увид у модел њиховог управљања економском политиком. Систематизацијом њихових резултата очекује се од ове докторске дисертације, да пружи предлог координације циљева монетарне и фискалне политике, као и њихових мера и инструмената, који ће обезбедити једној земљи општу економску равнотежу и одрживи привредни раст у будућности.

ДРУГО ПОГЛАВЉЕ

ТЕОРИЈСКЕ ОСНОВЕ МАКРОЕКОНОМИЈЕ

2. ТЕОРИЈСКЕ ОСНОВЕ МАКРОЕКОНОМИЈЕ

Економија као наука, пружа објашњење механизма функционисања привреде као целине, и креира препоруке за креаторе економске политике, не би ли привредом управљали на адекватан начин. Пре свега, очекује се примена мера и инструмената којима ће се постићи макроекономска стабилност. Управо период у коме је настао теоријски правац макроекономске мисли, карактерише једна велика контрадикторност. С једне стране, потреба за макроекономским приступом сагледавања једне националне привреде, настала је у кризном периоду тридесетих година, у времену потпуног хаоса и неравнотеже, а с друге стране основна мисија економије као науке јесте да упути на начин постизања макроекономске равнотеже.

Теоријски правци у макроекономској мисли своје темеље почели су градити у веома турбулентном времену Велике економске кризе 1929-1933. године, када се јавила потреба за дубљим анализама понашања и кретања економских агрегата једне земље, што је била комплетна супротност претходницима економистима, који су популарисали идеје класичне економске мисли о постојању тржишта у условима слободне (савршене) конкуренције¹. Класичноекономски концепт је основан и развио се на подручју Велике Британије и на основама њене економије, а своје темеље гради на Сејовом закону тржишта, према којем свака понуда креира своју тражњу, чиме се обезбеђује стање пуне запослености уз адекватну економску снагу становништва.

Класични систем предвиђа двоструки механизам који обезбеђује аутоматску равнотежу са пуном запосленошћу. Један се односи на каматну стопу, који обезбеђује једнакост штедње и инвестиција, а други на флексибилност најамнина који обезбеђује пуну запосленост на равнотежном нивоу производње². За њих једино постоји вољна (добровољна) незапосленост, односно незапосленост која настаје као резултат невољности радне снаге да раде за одређену најамнину. Просто, потребно је да радници сагледају своје захтеве и прилагоде их тржишним условима. Тиме ће се

¹ *Слободна конкуренција* (савршена конкуренција), подразумева конкуренцију на тржишту које карактеришу две најважније одлике: 1. сва добра која се нуде на продају су иста, и 2. број купаца и продаваца је тако велики да ниједан купац или продавац не може да утиче на тржишну цену. Цена се узима као дата. – Mankiw, G. (2007) *Принципи економије*, Београд: Економски факултет, стр. 64.

² Јосифидис, К., Ђукић, Ђ. (1994) *Макроекономија*, Нови Сад: Футура публикације, стр. 13.

обезбедити аутоматски механизам запошљавања. Такође, аутоматску саморегулацију тржишта, заступали су и код односа инвестиција и штедње. Када штедња премаши инвестиције уз одређену каматну стопу, штедише ће самостално увидети да могу позајмити новац дефицитарним економским субјектима, уз нижу каматну стопу, или, уз нижу „цену“ новца, што ће довести до смањења каматне стопе и повећања могућности за инвестирањем. Дакле, аутоматским механизмом обезбеђује се равнотежа инвестиција и штедње.

~ ~ ~

Богатство народа (1776), дело у коме Адам Смит разматра како се одређују индивидуалне цене, проучава одреднице цене земље, рада и капитала, испитује снаге и слабости тржишног механизма. Од значаја је то што је индентификовао чудесна обележја ефикасности тржишта и увидео да економска корист долази од радњи појединаца који се брину за сопствени интерес. Изучавање микроекономије је значајно напредовало од Смитових дана и данас га цитирају многи политичари и економисти. (Самјуелсон, П., Нордхаус Д., В., Економија, Мате, Београд, 2009., стр.5)

Намеће се питање и вечита дилема многих економиста, током развоја економије као науке и различитих економских учења и мисли, а то је: Која је улога и допринос државе у вођењу економије једне земље?

Као што се може видети, претпоставка класика јесте да су лични и заједнички интереси савршено природно усклађени, у условима слободне конкуренције, где се равнотежа постиже аутоматским механизмима тржишта, а улога државе своди на минимум. Теоријски су утемељили економски либерализам и либералну државу, која своје функције своди на спољне нападе, спровођење правде у друштву, заштиту приватне својине, могућност слободног закључивања уговора и јавне радове.

Међутим, с краја деветнаестог, а почетком двадесетог века, дошло је до промена у привредном животу и економској мисли. Теоријски правци и економска мисао се убрзано развијају. Трговачки капитализам (XVII – XVIII век) прераста у индустријски капитализам (XIX – XX век)³, где долази до увећања индустријског и финансијског

³ Драгичевић, Р.,Т., Гавриловић, М. (2013) *Корпоративна економија – агностицизам морала материјализован у класним поделама*, Међународна научна конференција – Морални учинци у

капитала, захваљујући убрзаном технолошком развоју и иновацијама. Новонастала дешавања мењала су и структуру привреде и производње, јер су на тржишну сцену наступили монополи.

~ ~ ~

Монопол, реч потиче од грчких речи: моно што значи „један“ и polista што значи „продавац“. Монопол представља предузеће које једино продаје одређени производ, без блиских супститута, односно једини продавац са потпуном контролом над целим привредним сектором. Јужноафричка компанија за производњу дијаманата De Bers контролише око 80% светске производње дијаманата. Поред тога што удео те компаније није 100%, довољно је велики да врши суштински утицај на тржишну цену дијаманат. (Mankiw, G., Принципи економије, Београд, Економски факултет, 2007., стр. 316.)

Паралелно са озбиљним тржишним променама, долази до разилажења економског учења, које полази од услова слободне конкуренције, економског либерализма и постојања либералне државе, од реалног привредног живота, који се сусрео са појавом непотпуне конкуренције и постојањем монопола. Логика променљивог привредног живота је свакако била напуштање економског либерализма и потреба за већом улогом државе.

После Првог светског рата наступила је такозвана „нова ера“, око које су владала подељена мишљења. С једне стране, сматрало се да је висока привредна активност резултат преласка са ратне на мирнодопску привреду, док с друге стране, владало је мишљење да је ојачана привреда продукт „нове ере“, услова слободне конкуренције и државног либерализма. Убрзо, били су демантовани. Наступила је Велика економска криза (29. октобра 1929.), до тада најдужи и најоштрији суноврат који је икада искусио Запад. Почела је у Сједињеним Америчким Државама падом берзе, што је резултирало драстичним падом производње, драматичним растом незапослености и дефлацијом. Тај дан је назван „*црни уторак*“.⁴

економији и економски учинци морала, Република Србија, Београд, Висока школа за предузетништво, Институт за економику пољопривреде, Центар за индустријске односе, стр.83-91

⁴ Стојановић, И. (2008) *Економска криза у Америци – „сјај“ и беда глобализације*, Нова српска политичка мисао, Београд <http://www.nspm.rs/ekonomska-politika/ekonomska-kriza-u-americi-%E2%80%93-sjaj-i-beda-globalizacije.html?alphabet=1>, датум увида: 23.12.2013.

Након краха, који се драстично одразио на британску економију, и то огромним порастом незапослености, падом цена, растом реалних најамнина (што је било мимо очекивања), показало се да класична економска теорија није успела да положи тежак историјски испит⁵.

Наравно да се и у таквој ситуацији јавила нужна потреба за сагледавањем различитих агеарата, као што су: производња, потрошња, инвестиције, доходак, запосленост и слично. Јесте да је у периоду Првог светског рата формирана државна Управа за индустријску мобилизацију и Савет националне одбране (ЦНД),⁶ као најва повећања улоге државе, али то свакако није било довољно за анализу догађаја као што је Велика економска криза 1929. године. Недостајале су статистичке службе које би благовремено располагале одговарајућим статистичким подацима о привреди једне државе као целине.

Након Велике економске кризе 1929-1933. године, када је на сцену ступила држава са својим интервенцијама и регулаторним економским функцијама, развијају се и добијају на значају статистичке службе које су могле дати приказ података о привредном животу државе као целине. Дотадашње економско учење класичне економске мисли, које је анализирано понашање појединих привредних субјеката у располагању са ограниченим природним ресурсима и државе као целине, допуњено је новим економским правцем који је могао да прави разлику између та два аспекта посматрања и анализирања, у односу на представнике класичне економске мисли којима је то био недостатак. У економској теорији дошло је до промена у економском учењу. Економија као наука, обogaћена је за два нова појма које је увео нобеловац Рагнер Фриш⁷ 1933. године, а тиме и за два нова правца:

1. Микроекономија
2. Макроекономија

Велика депресија тридесетих година, није само допринела рађању макроекономије, већ је будућим креаторима економске политике пружио пример

⁵ Јосифидис, К., Букић, Ђ. (1994) *Макроекономија*, Нови Сад, Футура публикације, стр 14.

⁶ Стојановић, И. (2005) *Економија*, Мегатренд универзитет примењених наука, Београд, стр. 24.

⁷ Више о Ragnar Frisch (1895), нобеловацу (1969): http://www.nobelprize.org/nobel_prizes/economic-sciences/laureates/1969/frisch-bio.html, датум увида: 25.12.2013.

макроекономске неравнотеже и у историји остала као искуство америчке привреде, које треба ценити и изнова истраживати, не би ли се извукле поуке ⁸.

~ ~ ~

Економисти су се кроз историју сусретали са разним грешкама у економском закључивању, као и са *post hoc* грешком која је обележила Велику кризу 1930-тих година у САД. *Post hoc* грешка (латински *post hoc, ergo propter hoc*, што значи: после овога, зато, неопходно, због тога) – јавља се када претпостављамо да је, зато што се један догађај догодио пре другог догађаја, први догађај узроковао други догађај. Наиме, појединци су уочили да су раздобљима пословне експанзије претходиле растуће цене. Из тога су закључили да је примерени лек за депресију подизање висине надница и цена. Та идеја довела је до гомиле прописа и одредби за подупирање надница и цена на нефеикасан начин. Јесу ли те мере потпомогле привредни опоравак? Нису! Пре II светског рата такве мере су довеле до успоравања економског опоравка, да би тек припреме за II светски рат обезбедиле повећану укупну потрошњу, тако што је влада повећала војну потрошњу. (Самјуелсон, П., Нордхаус Д., В., Економија, Мате, Београд, 2009., стр. 5.)

Економија као наука обухвата економску теорију, економску политику, низ економских активности које нам пружају квалитативну и квантитативну анализу привредних процеса. Кроз историјски развој економске мисли сви економски правци и теоричари су се трудили да на најбољи могући начин истраже и објасне различите економске проблеме који су се с временом гомилали. Како су се постављали нови економски циљеви, тако су се и проблеми компликовали. Дакле, теоријски правац микроекономске анализе који се најчешће бави ⁹:

- ✓ тржиштем и тржишним механизмима,
- ✓ формирањем цена и ценама фактора производње (камате, најамнине, ренте...),
- ✓ структуром трошкова пословања (инпута),

⁸ Bernanke S.,B. (1994) *The macroeconomics of the greath depression: acomparativ aproach*, National Bureau of Economic Research (NBER), Working Paper No. 4814., Cambridge, MA 02138, <http://www.nber.org/papers/w4814>

⁹ Комазец, С., Ристић, Ж., Јовановић, М. (1996) *Економија*, Висока пословна школа Мегатренд, Београд, стр. 6-10.

- ✓ стицањем резултата рада,
- ✓ односом између улагања (инпута) и резултата пословања (аутпута),

није био довољан да одговори на новонастале проблеме тридесетих година. Из тог разлога, настаје нови теоријски правац, који се бави:

- ✓ националним дохотком
- ✓ друштвеним производом
- ✓ понашањем цена
- ✓ инвестицијама
- ✓ незапосленошћу
- ✓ потрошњом и другим агрегатима
- ✓ извозом и увозом

Кључна чињеница теоријског правца макроекономске мисли јесте да квантитативном и квалитативном анализом прати кретање и понашање поменутих агрегата и проналази најповољнији начин њиховог усмеравања, како би се повећала привредна активност и привредни раст једне земље. То подразумева и примену одговарајућих мера и инструмената макроекономске политике, односно мера и инструмената монетарне и фискалне политике, као и мера и инструмената спољнотрговинске политике и политике дохотка. Битност макроекономских ефеката за једну привреду, не искључују значај микроекономије. Да би се могла водити једна оптимална економска политика неопходан је и *оптимални спој микро и макроекономије*.

Од тридесетих година, двадесетог века, држава мерама економске политике делује како би усмеравала поједине субјекте (предузећа, домаћинства или појединце) у правцу таквог начина располагања органичним ресурсима који ће водити остваривању постављених макроекономских циљева. Сваки појединачни субјект на тржишту је вођен сопственим приоритетима, што значи да је за вођење економске политике једне земље, за привредни развој, од великог значаја познавање економских приоритета појединачних субјеката. Зато је нужно имати у виду да се макро приступ чврсто ослања на спознаје микроекономских дисциплина. Полазећи од сазнања о економском понашању привредних субјеката уз помоћ одговарајућих инструмената економске политике могуће је усмеравати их у одређеном правцу, тачније речено, у смеру

остваривања изабраних макрекономских циљева¹⁰. Како је битно познавати економику појединих грана, области, система, предузећа и слично, тако је потребно познавати мере и инструменте макроекономије и ефекте њихове примене.

~ ~ ~

Микроекономија се бави детаљним разматрањима индивидуалних одлука о одређеним добрима, док **макроекономија** наглашава интеракције у привреди као целини и поједностављује индивидуалне сегменте анализе. (Begg D., Fischer S., Dornbusch R., Економија, Дата Статус, Београд, 2010., стр.12)

Велика економска криза, поред тога што је уздрмала механизме капиталистичког уређења и капиталистичке репродукције, поремећаје је изазвала и у дотадашњим економским учењима. Постојање тржишта у условима потпуне конкуренције уступа место непотпуној конкуренцији и монополу¹¹.

Енглески економиста Џон Мајнард Кејнс (1883–1946), један од многих економиста (Срафе, Чемберлена, Робинсона, Трифина), који је умео на прави начин да сагледа историјску нужност настајања монопола и непотпуне конкуренције као појавног облика унутрашње логике развоја капитализма и капиталистичког система. Кејнс се није слагао са ставовима представника класичне економске теорије. Насупрот стању добровољне незапослености, Кејнс је сматрао да постоји невољна незапосленост¹², односно незапосленост која се јавља када би појединци желели да раде по важећој заради, најамници на тржишту, али не могу на нађу посао. Такође, долази и до мењања улоге државе у активног члана на тржишту и у репродукционим

¹⁰ Деветковић, С., Јовановић, Гавриловић, Б., Рикаловић, Г. (2005) *Национална економија*, Центар за издавачку делатност Економског факултета у Београду, Београд, стр. 6-8

¹¹ Анализу монопола и непотпуне конкуренције почео је британски економиста Срафа - Piero Sraffa (1898-1983.)

¹² Кејнс се није сложио са ставом да понуда рада зависи од реалних најамнина. По кејнзијанском ставу, тражња за радом зависи од реалних најамнина, а понуда од номиналних најамнина. Уколико дође до пада тражње за производима (аутпут), доћи ће и до пада цена, као и раста реалних најамнина. Тада предузећа имају мању тражњу за радом. У условима номиналних најамнина, понуда рада остаје иста, што за коначни резултат имало недобровољну незапосленост. Једини начин да се сниже реалне најамнине, а тиме и поврати стање потпуне запослености у случају да радници не прихвате ниже новчане најамнине, јесте пораст агрегатне тражње. Тиме је створена нова теорија агрегатне тражње.

процесима. Дакле, економски либерализам и либерална држава прерасли су у државни интервенционизам и државни капитал.

У привредном животу земаља развијених тржишних економија у раздобљу државног капитализма до краја Другог светског рата, до прве половине осамдесетих година држава је имала улоге¹³ које је остваривала преко државног сектора, државног буџета, интервенцијом у пољопривреди и преко планирања привредног развоја економске политике. Тадашње време је карактерисано:

- већом државном улогом и контролом на тржишту,
- давањем већег значаја монополу и улози монополиста на тржишту,
- изменама у расподелу националног дохотка,
- брзим технолошким развојем и повећаним бројем иновација на тржишту, који су утицали на промену производњи и привредној структури,
- променом угла сагледавања и анализирања незапослености, као и цене једног од фактора производње - најамнине,
- све већом доминацијом финансијске сфере и слично.

Ове промене су пред економисте земаља развијених тржишних економија поставили одређене циљеве, али и велике проблеме. Џон М. Кејнс је допринио развоју економије као науке и економској мисли, у времену у којем није још увек било назнака о инфлацији. Економисти тог доба су своја истраживања базирали на једном великом проблему – незапослености, односно, проблему како довести до стања пуне запослености. Из тог разлога, Кејнс је инсистирао на алтернативним државним издацима као средству за одржавање пуне запослености, што је био његов главни нагласак у доприносу теорије новца.¹⁴

Међутим, убрзо инфлација је постала саставни део економије као науке, проблем који услед неадекватног управљања може и те како оптеретити економски раст и развој и довести до нестабилности привреде и цена, незапослености, неравнотеже платног биланса. Дакле, осамдесетих година XX века економисти земаља развијених тржишних економија су себи поставили одређене циљеве, али су се морали у својим истраживањима озбиљно позабавити и инфлацијом, поред незапослености.

¹³ Вукмирица В. (1998) *Капитал и социјализам*, Научна књига, Београд, стр 313-381. – преузето од: Стојановић И. (2002) *Економија*, Мегатренд универзитет, Београд, стр. 25.

¹⁴ Јосифидис, К, Ђукић, Ђ. (1994) *Макроекономија*, Футура публикација, Нови Сад, стр. 16.

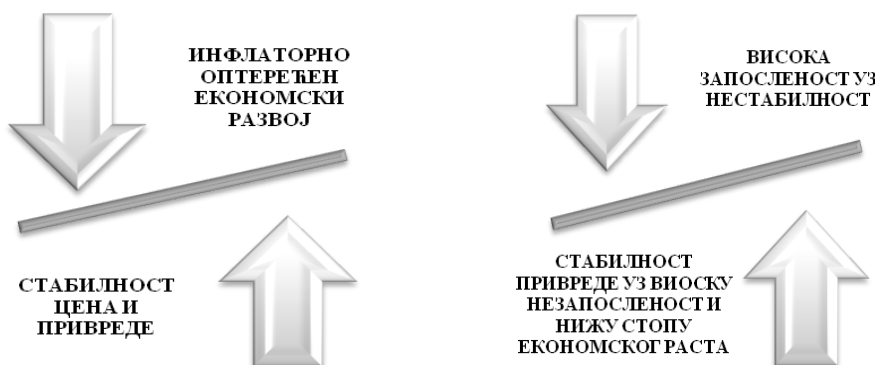
Слика 2.1. Циљеви економиста земаља развијених тржишних економија осамдесетих година XX века



Извор: скица аутора

Постављени циљеви су и проузроковали одређене проблеме. Ако је се тежило стабилности привреде и цена, као и економском расту, то је изазивало повећање инфлације, тј. инфлаторна оптерећења на економски раст и развој. Ако је циљ стање пуне запослености, то је угрожавало стабилност привреде, односно доводило до нестабилне привреде. Такође, могла је се постићи стабилност привреде, али уз високу незапосленост и нижу стопу економског раста.

Слика 2.2. Проблеми економиста земаља развијених тржишних економија осамдесетих година XX века

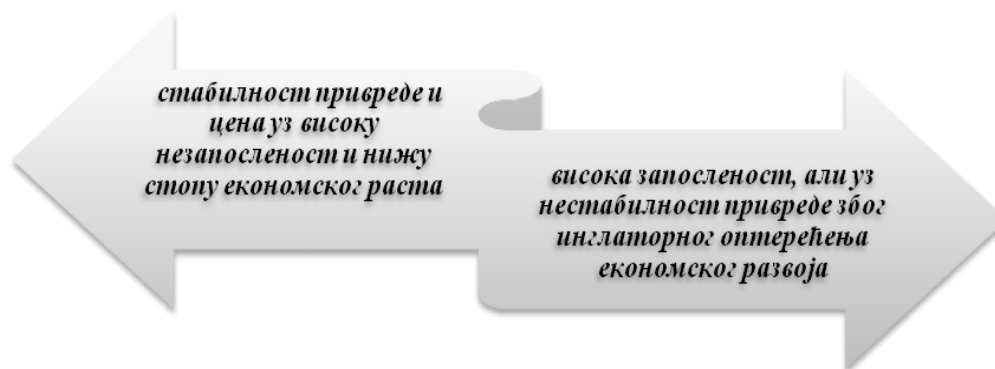


Извор: скица аутора

Овако представљени проблеми с којима су се суретали економисти земаља са развијеним тржишним економијама, могу се другачије приказати. Једноставно, дилема

може бити следећа: или ће привреда и цене бити стабилни, али уз високу незапосленост и нижу стопу економског раста, или ће у привреди бити висока незапосленост, али уз нестабилност привреде због инфлаторног оптерећења економског развоја.

Слика 2.3. Основна дилема осамдесетих година XX века



Извор: скица аутора

Кејнзијанска економска мисао је доведена у питање када је у привредни живот земаља са развијеним тржишним економијама, ушетала стагфлација¹⁵ – нарасли проблем који је објединио стање незапослености и високе стопе инфлације. Поред великог изазова за развој економске мисли и иновирања економског учења, и држава као учесник у привредном животу је претрпела одређене промене. Мерама кејнзијанске економске политике стагфлација се није могла сузбити, па је дошло до кризе кејнзијанства и појаве алтернативних теоријских праваца. На позорницу развоја економске мисли ступа неокејнзијанство - монетаризам, који је се супротстављао ставовима кејнзијанаца.

Свака привреда тежи ка унапређењу економског раста и напретка друштва, па стога одувек је трагала за одговорима на битна питања;

- Зашто у привреди долази до нестабилности, пада запослености и угрожавања производне сфере и како се може смањити незапосленост?
- Који је главни извор другог великог проблема, назван инфлација? Како и којим мерама и инструментима држати под контролом инфлаторна оптерећења привреде?

¹⁵ Krugman, P., Obstfeld, M. (2009) *Међународна економија*, Дата Статус, Београд, стр. 541.

- Како се најефикасније може постићи повећање стопе привредног раста?

~ ~ ~

Не знати нешто велики је део мудрости.

Хуго Гроотијус

Искуство нам показује да су највећи утицај на општу равнотежу у привреди из арсенала економских политика, оствариле:

- 1) **монетарна политика** - кроз понуду новца и каматне стопе, и
- 2) **фискална политика** - кроз јавну потрошњу и порезе.

Постизање макроекономске стабилности унутар једне националне привреде комбиновањем мера монетарне и фискалне политике, првенствено је био приказан у макроекономији кроз модел IS-LM, који као што знамо односи се на затворену привреду. Међутим, како је економија као наука била богатија за нека нова збивања, нова схватања економиста и како је реалност постала постојање међусобне сарадње између земаља и трговинска размена производа и услуга, односно постојање отворене привреде, дефинисали су се и неки нови модели, попут Филипс-Окуновог модела или AS-AD модела.

У овој докторској дисертацији је постизање макроекономске стабилности унутар једне националне привреде представљено кроз модел IS-LM, јер је то модел који представља основу макроекономије и основни модел агрегатне тражње. То је модел који истиче интеракцију тржишта новца и тржишта добара, путем канала утицаја монетарне и фискалне политике, па се путем њега на адекватан начин може представити улога и дејство мера и инструмената монетарне и фискалне политике, као и њихова међусобна интегрисаност и координација унутар једне економске политике. За успостављање опште равнотеже, унутар привреде, незаобилазни су и специфични циљеви економске политике – циљеви у погледу постизања равнотеже платног биланса, циљеви везани за стабилност девизног курса и расподелу дохотка. Поред тога, креатори економских политика највише су посезали за мерама и инструментима монетарне и фискалне политике, из разлога једноставности њихове примене.

Управо око мера и инструмената ове две политике, долазило је до супротстављених мишљења кејнзијанаца и монетариста. Кејнзијанци сматрају да се

инфлација јавља када је агрегатна тражња већа од понуде робе и услуга, док монетаристи заузимају став да тај проблем настаје због погрешне политике новца која доводи до бржег раста новца у оптицају од раста производње. Амерички економиста, Милтон Фридман¹⁶ (1912–2006), нобеловац, сматрао је да пораст инвестиција изнад штедње, притисак надница, профита и материјалних трошкова и пораст буџетских дефицита имају за резултат инфлацију. За монетаристе инфлација је чиста монетарна појава.¹⁷ Кејнзијанци сматрају да се проблем звани инфлација, може решити мерама и инструментима фискалне политике и политиком дохотка, а монетаристи мерама и инструментима монетарне политике. Дакле, потпуно супротна мишљења владају у ове две струје по питању инфлације, али и по питању другог великог проблема, незапослености. Као што је речено, замерало се Кејнсу, да се његова анализа незапослености заснивала на времену Велике економске кризе тридесетих година, а да је незапосленост седамдесетих година сасвим другачија, да је реч о стагфлационој незапослености (комбинација високе стопе инфлације и велике структуралне незапослености).

Које мере и инструменте применити, да ли монетарне или фискалне политике, питање је владе одређене државе. Како је се кроз историју наметала дилема веће или мање улоге државе у економији и привредном животу, дилема државног интервенционизма или либерализма, тако се и данас поставља исто питање: Када и у којој мери држава треба да се меша у привредни живот и економију? Које мере и инструменте монетарне или фискалне политике држава треба да спроведе? Која њихова комбинација, снажније утиче на раст економске активности? Какви су ефекти спровођења ових мера и инструмената на привредни раст на кратак, а какви на дуг рок?

¹⁶ Више о Milton Friedman (1912), нобеловцу (1976): http://www.nobelprize.org/nobel_prizes/economic-sciences/laureates/1976/friedman-facts.html

¹⁷ Yeager, L. (1972) *Monetary Policy and Economic Performance*, Washington, стр. 13. – преузето од: Стојановић И. (2002) *Економија*, Мегатренд универзитет, Београд, стр. 33.

ТРЕЋЕ ПОГЛАВЉЕ

ТРЖИШТЕ ПРОИЗВОДА И УСЛУГА

3. ТРЖИШТЕ ПРОИЗВОДА И УСЛУГА

Тржиште на коме се дешава спој, укрштање понуде производа и услуга, која долази од стране произвођача и тражње за тим истим производима и услугама, која долази од стране потрошача, чини тржиште добара и услуга. Поред тражње потрошача и понуде произвођача, битан елемент овог тржишта јесте доходак, односно доходна страна потрошача, али и произвођача.

~ ~ ~

Цена кафе су пале на најнижи забележени ниво у протеклих 20.година... у протеклих пет година, годишња понуда се повећала 3,6%, док се потрошња повећала свега 1,5%. Од 1997. до 2000. године, залихе кафе су се удвостручиле, а цене са 134 цента спале на 50 центи (Financial Times, 17. мај 2001.)

Виши доходи повећали су тражњу кафе, али се понуда више повећала. Производњу кафе започеле су и неке нове земље, пољопривредна продуктивност се повећала, а дошло је и до колапса споразума из 1989. године који је предвиђао количинско ограничење извоза кафе. За многе произвођаче кафе из земаља трећег света – поједини међу њима остварују 70% прихода од извоза кафе - ниске цене представљале су праву пропаст. Моћ мултинационалне компаније није помогла. У појединим случајевима, пољопривредници добијају само 6% од малопродајне цене у продавницама. Компанија Нестле данас контролише готово половину светског тржишта инстант кафе. (Begg D., Fischer S., Dornbusch R., Економија, Дата Статус, Београд, 2010., стр.12)

Уколико дође до промене на страни тражње за производима и услугама, то ће свакако утицати на производњу односно, на обим и структуру понуде. Новонастале промене у производњи изазваће промене у дохотку, што ће даље неминовно утицати на промене у тражњи за производима и услугама. Целокупна променљива ситуација на тржишту производа и услуга зависи од међузависности понуде и тражње, као и веома битног доходног елемента (слика 3.1). Поред дохотка, постоје различити фактори који утичу на страну тражње и страну понуде, а самим тим изазивају промене на тржишту производа и услуга. Промене у обиму тражње и тражене количине производа и услуга могу изазвати: цене супститута и комплемената, очекивања у будућности, преференције потрошача, као и неки други фактори.

Слика 3.1. Промене на тржишту производа и услуга



... друштвени бруто производ

Извор: скица аутора

Као што смо напоменули да промене тражње производа и услуга доводе до промене у производњи, тако поред тражње која може бити под утицајем различитих фактора (који су поменути), и понуда и понуђена количина може бити под утицајем: очекивања у будућности, развоја технологије, цена ресурса и цена алтернативних производа.

Слика 3.2. Пример чиниоца који утичу на понуду у прехранбеној индустрији

Развој технологије	Компјутеризована производња хлеба, снижава трошкове производње и повећава понуду
Цена ресурса (инпута)	Повећањем закупнине пословног простора пекаре, повећавају се трошкови производње и смањује се понуда
Цена алтернативних добара	Ако цене овесног хлеба падају, понуда ражаног хлеба се повећава
Државна политика	Укидањем квота и царина на брашно, повећава се укупна понуда хлеба
Посебни утицаји	Уколико се очекује суша наредне године, цена хлеба ће се повећати у садашњости.

Извор: скица аутора

На пример, један од фактора у отвореној привреди, који утиче на тражњу и тражену количину и обим производње, јесте промена вредности домаћег новца. Промена девизног курса има велики утицај на обим понуде и тражње производа и услуга. Наиме, уколико дође до промене вредности националне валуте у правцу њеног слабљења, депресијације, то ће утицати на постепено повећање цена домаће робе. Депресијација је појава која стимулише извозну оријентисаност, а дестимулише увоз. Стимулисањем извоза, повећава се тражња за производима и услугама, али инострана тражња. Свакако, она ће утицати на повећање цена робе и услуга на домаћем тржишту, што ће оставити последице на домаћу тражњу, а затим и на понуду.

~ ~ ~

Како се земље развијају и постају богатије, тако аутомобил постаје једна од ствари које људи желе. Доходовна еластичност тражње аутомобила процењује се на око 2.

Кина, једна од привреда које бележе најбржи раст у свету, сада испољавају веома велике апетите када су у питању аутомобили. Са дохоцима који бележе брз раст, некада уобичајену слику бицикала на улицама сада замењују аутомобили. Најмногуљуднија привреда у свету имала је 1949. године свега 1.800 аутомобила. Данас тај број износи 20 милиона. Током 2002. године тржиште аутомобила се повећало за 60%, а током 2003. године за 100%. Током 1970-тих година, радник је морао да штеди целе године да би купио бицикл, а данас су дохоци толико високи да је потребан исти период штедње, али за аутомобил. (Begg D., Fischer S., Dornbusch R., Економија, Дата Статус, Београд, 2010., стр.58)

Дакле, промене у обиму производње и понуђеној количини услед низа фактора, утичу на осцилације у величини расположивог дохотка, што даље утиче на обим тражње и тражене количине. Промене у тражњи за производима и услугама утичу на производњу, а посматрано са аспекта привреде једне земље као целине, промене у произведеним и продатим производима и услугама на тржишту утицаће на један веома битан макроекономски показатељ стања једне економије, односно агрегатни израз производње, који нам је познат под називом бруто домаћи производ (gross domestic product – GDP).

3.1. Бруто домаћи производ и бруто национални доходак – промена структуре од затворене до отворене привреде

Макроекономски агрегати представљају све релевантне економске величине у привреди једне земље у којима имамо агрегатни (збирни) израз ресурса који се користи да би се спровела нека економска активност и резултата тих економских активности.

Слика 3.2. Макроекономски агрегати као збирни израз ресурса



Извор: скица аутора

Бруто домаћи производ (*gross domestic product - GDP*) можемо дефинисати као агрегатни израз вредности свих финалних производа и услуга који су произведени у току одређеног кратког временског периода (кратак временски период од годину дана или једног тромесечја) у оквиру националних граница једне земље¹⁸. БДП је дефинисан за одређену географску област - обично земљу, регион или град, или групу земаља попут Европске Уније. Дефинисан је у временском интервалу, обично години

¹⁸ Драгишић, Д., Илић, Б., Медојевић, Б., Павловић, М. (2002) *Политичка економија*, Економски факултет, Београд, стр.91

или кварталу, због тога што је вредност БДП променљива. Једноставно, вредношћу БДП земље може се мерити његова производна активност¹⁹.

~ ~ ~

Светски БДП у 2012. години износи 72.489.728 милиона долара, од чега на Сједињене Државе одлази 16.244.600, на Кину 8 227.103, Јапан 5.961.066, Немачка 3.428.131 милиона долара...док на Србију одлази 37.489, Хрватску 59.228, БиХ 17.466 милиона долара²⁰. (World Bank, World Development Indicators database, 2014.)

Битно је правити разлику између финалног производа са аспекта предузећа и финалног производа са аспекта привреде као целине.

- За предузеће, финални производ је сваки производ који је изашао из његових производних погона, без обзира на то да ли је то полупроизвод или готов производ, односно, без обзира да ли ће његов финални производ бити усмерен на даљу обраду. За предузеће сваки производ који напусти његове производне погоне јесте финално добро.
- Са аспекта привреде као целине, резоновање финалног производа је нешто другачије од предузећа. Финални производ је само онај производ за који можемо рећи да је аутпут (*output*), а не улазни елемент (*input*) у неки даљи производни процес. Дакле, привреда као финалне производе види само производе који трајно напуштају производну сферу.

Привреда као целина, само такве финалне производе уврштава у бруто домаћи производ - БДП, јер је то реална слика производне активности, односно стања економије једне земље. Наиме, у седмом делу овог рада, спроведено је истраживање у коме је анализиран један од најбитнијих мекроекономских агрегата - кретање вредности БДП.

Бруто национални доходак је макроекономски агрегат ширих оквира него што је бруто домаћи производ. Како промене дохотка утичу на промене у траженој количини

¹⁹ Burda, M., Wyplosz, C. (2005) *Macroeconomics*, Oxford University Press, Oxford, New York, стр.22

²⁰ World Bank (2014) World Development Indicators database, *Gross domestic product 2012*, <http://databank.worldbank.org/data/download/GDP.pdf>, датум увида: 1.05.2014.

производа и услуга, а та промена даље утиче на промене у производњи и понуди, сви новонастали догађаји на тржишту производа и услуга се одражавају на бруто национални доходак. Овај економски агрегат је битан, за потребе међународних компарација између различитих националних економија, али и за потребе анализирања обима и квалитета укупних привредних активности у оквиру њених националних граница и изван њих у различитим временским периодима.

~ ~ ~

БДП је један од најсвеобухватнијих макроекономских агрегата и пажљиво је праћен од стране економске статистике једне државе, па тако на пример: користи се од стране Беле куће и Конгреса приликом припремања државног буџета, од стране Федералних резерви приликом формулисања монетарне политике, од стране Волстрита као индикатор економске активности, као и од пословних заједница за припрему прогноза економских активности који обезбеђују основу за потенцијалну производњу, инвестиције и планирање запошљавања²¹ (Bureau of Economic Analysis, 2007.)

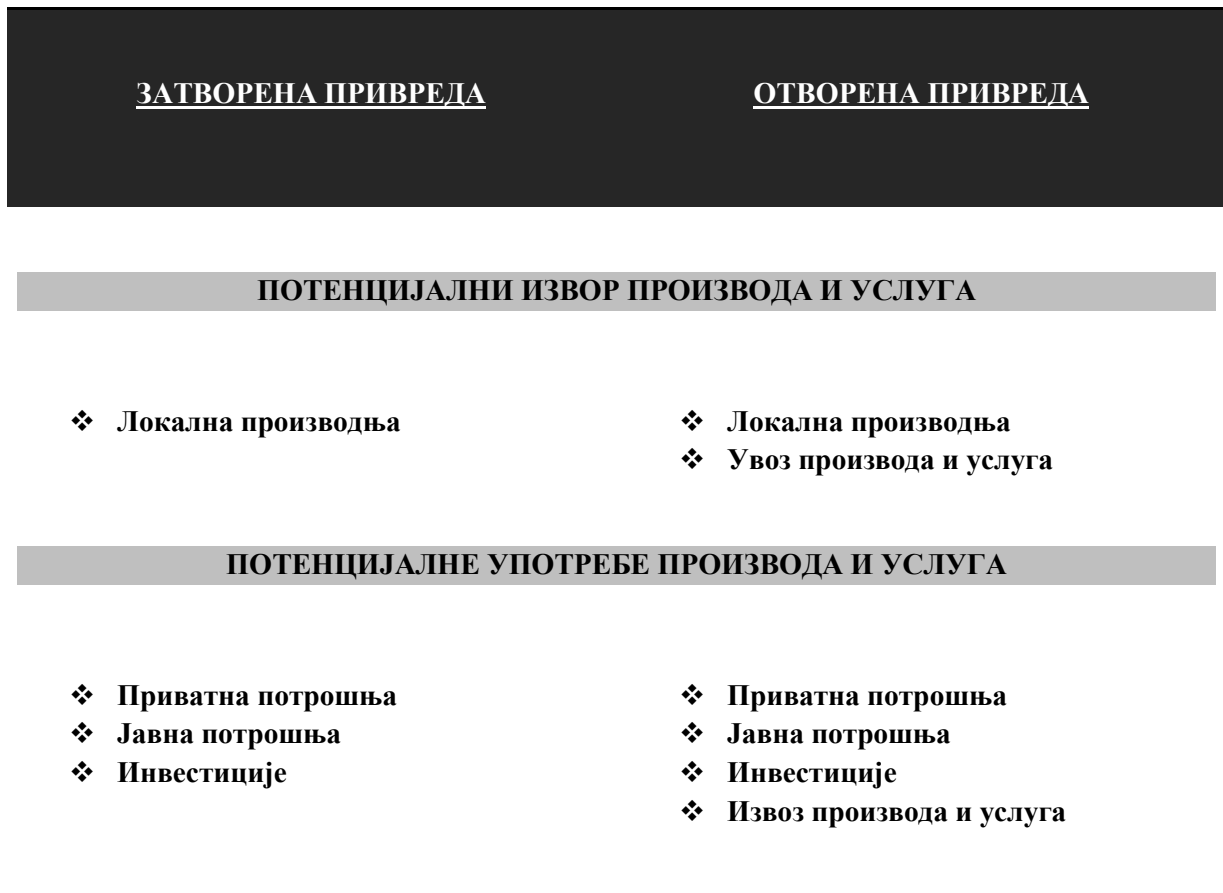
Бруто национални доходак (gross national product - GNP) представља збир бруто домаћег производа и нето дохотка који је остварен из осталог дела света, тј. једнак је бруто домаћем производу увећаном за дохотке које су јединице резиденти примиле од економске активности или својине у иностранству, а умањен за исту врсту доходака који су исплаћени јединицама нерезидентима²².

Структура бруто националног производа је различита, зависно од тога да ли овај макроекономски агрегат посматрамо у затвореној или отвореној привреди (слика 3.4.)

²¹ Bureau of Economic Analysis (2007) *Measuring the Economy - A Primer on GDP and the National Income and Product Accounts*, http://bea.gov/NATIONAL/PDF/NIPA_PRIMER.PDF, датум увида: 3.02.2014.

²² Котлица, С., Кнежевић, Б. (2005) *Економика међународног пословања*, Мегатренд универзитет примењених наука, Београд, стр.7

Слика 3.4. Паралела потенцијалних извора и употреба производа и услуга у затвореној и отвореној привреди



Извор: скица аутора

- Ако држава има **затворену привреду**, тада све што изађе из производних погона као финални производ остаје у оквиру националних граница. Резиденти дате државе не могу своје финалне производе пласирати ван своје државе, а исто тако не могу ни да купују аутпут произвођача друге државе. Једноставно, нема спољне трговине, нема одлива расположивог дохотка ван националних граница. То је и разлог што све што се произведе у датој држави јесте уравнотежено са дохотком у датој економији или ти инпут је једнак дохотку.

~ ~ ~

Бразил је земља која увози најмање у свету. Недавно објављени подаци Светске банке показује колико је затворена бразилска привреда, упркос жалбама локалних привредника на страну конкуренцији. Према подацима Светске банке, Бразил бележи у 2011. години учешће увоза робе и услуга у БДП од 13%, чиме је на листи од 179 земаља, Бразил показао најнижи однос

увоза и БДП.

Као пример, у групацији земаља БРИК-а, Кина има учешће увоза у БДП 27%, Индија 30% и 21% Русија. Међу латиноамеричким економијама, мексички увоз има учешће од 32% у БДП, Аргентина 20%, а Колумбија 17%. Дакле, за све који се питају зашто је тако скупо Бразилу, одговор је сада званични: зато што је то земља која има најзатворенију привреду у свету²³. (Brazilian Bubble, Business and Finance, Emerging Markets Latin America, Brazil, 2013.)

Структура бруто националног дохотка у затвореној привреди јесте прост збир приватне и јавне потрошње, као и инвестиција, што се може приказати следећом једначином:

- Приватна потрошња - **C**
- Јавна потрошња - **G**
- Инвестиције – **I**

$$Y = C + G + I^{24}$$

Значи, у затвореној привреди сви финални производи могу бити намењена једино за приватну потрошњу која се односи на становништво, за јавну потрошњу, односно потрошњу државе, и инвестиције на домаћем тржишту. За фирме је релативно једноставно успоставити везу између доходовних промена и промена које се књиже у билансу стања. Такође, и за државу која има затворену привреду, то је једноставно питање, јер једина имовина која постоји у билансу стања на страни активе јесу залихе улазних елемената за неки производни процес (инпути)²⁵.

У затвореној привреди је веома јасно уочљиво да имамо један извор производа и услуга, односно локалну производњу, док када је реч о употреби тих производа и услуга, имамо три потенцијалне употребе: приватни потрошњу, јавну потрошњу и

²³ Brazilian Bubble, Business and Finance, Emerging Markets Latin America, Brazil (2013) **World Bank**: “Brazil is officially the world’s most closed economy”, датум увида: 2.02.2014., <http://brazilianbubble.com/world-bank-brazil-is-officially-the-worlds-most-closed-economy/>

²⁴ Опште прихваћена формула, али аутор се ослања на: Blanchard, O. (2011) **Макроекономија**, Мате, Загреб, стр.46

²⁵ Котлица, С., Кнежевић, Б. (2005), **Економика међународног пословања**, Мегатренд универзитет примењених наука, Београд, стр.6

инвестиције. Оваква структура **брuto националног дохотка који је у затвореној привреди једнак брuto домаћем производу**, захтева успостављање равнотеже на следећи начин: обезбеђењем равнотеже између инвестиција и штедње уз дејство мера фискалне политике и, обезбеђењем равнотеже понуде и тражње новца уз дејство мера монетарне политике. У затвореној привреди, економски циљеви су ужи него у отвореној привреди и постижу се адекватном употребом мера монетарне и фискалне политике, односно, адекватним трансмисионим монетарним и фискалним каналима (каматним стопама, порезима, јавним радовима). Уз помоћ основног модел IS-LM, може се разматрати проблем адекватног комбиновања мера монетарне и фискалне политике. У отвореној привреди, ситуација нешто другачија и сложенија.

- Ако држава има **отворену привреду**, тада све што изађе из производних погона као финални производ има две могућности: да остане у оквиру националних граница и да се пласира и прода у осталом делу света. У овом случају сада, резиденти дате државе могу своје финалне производе пласирати ван своје државе, а исто тако могу и куповати производе произвођача других држава. Како постоји одлив финансијских средстава из земље, тако постоји и прилив у земљу. За разлику од државе са затвореном привредом, овде имамо присутност спољнотрговинског пословања, па се потреба усклађивања мера монетарне и фискалне политике, проширује на потребу за постизањем стабилности девизног курса и платног биланса. Данас, када се највећи део међународних плаћања врши у систему флукутирајућих девизних курсева, неопходно је политику платног биланса и политику девизног курса третирати заједно²⁶, као и њихову усклађеност са мерама монетарне и фискалне политике.

Од значаја за једну привреду јесте да у њој постоји присутност пословања са другим националним економијама, што због тога што земље имају различите природне ресурсе, и што свака земља акумулира различити физички, институционални и људски капитал који им дају различите друштвене и економске капацитете и стога различите стратешке опције²⁷.

Структура брuto националног дохотка у отвореној привреди није више само прост збир приватне, јавне потрошње и инвестиција, већ се тај збир увећава за доходак од извоза производа и услуга, а потом умањује за износ увоза. Дакле, доходак у

²⁶ Ковач, О. (2002), *Међународне финансије*, Економски факултет у Београду, Београд, стр. 93

²⁷ Stretton, Н. (1999), *Economics: a new introduction*, Pluto press, London-Sterling, Virginia, стр. 761

отвореној привреди је једнак збиру јавне и приватне потрошње, инвестиција и трговинског биланса који представља однос увоза и извоза, што се може приказати следећом једначином:

- Приватна потрошња - **C**
- Јавна потрошња - **G**
- Инвестиције – **I**
- **Увоз – IM**
- **Извоз – EX**
- **Нето извоз (net exports) – NEX = EX – IM**

$$Y = C + G + I + NEX$$

или, структуру бруто националног дохотка можемо приказати једначином са разложеним нето извозом (трговинским билансом) на доходак од извоза и доходак који одлази на увоз производа и услуга;

$$Y = C + G + I + (EX - IM)$$

Закључујемо да у отвореној привреди имамо два потенцијална извора производа и услуга: *локалну производњу* и *увоз* из осталог дела света, а да се број потенцијалних употреба производа и услуга, за разлику од затворене привреде, повећао за један. Код отворене привреде имамо четири потенцијалне употребе производа и услуга: *приватни потрошњу*, *јавну потрошњу*, *инвестиције* и потрошњу од стране иностраних потрошача, односно *извоз*.

С обзиром да у отвореној привреди имамо с једне стране, увоз као нов потенцијални извор производа и услуга, у односу на затворену привреду, и с друге стране, извоз као нов начин потенцијалне употребе производа и услуга, неопходно је IS-LM модел прилагодити и проширити за *нето извоз* (NEX).

Како је модел IS-LM, креиран ради појашњења равнотеже у затвореној привреди, и то на основу равнотеже на тржишту производа и услуга и тржишту новца, односно на основу равнотеже и усклађивања мера монетарне и фискалне политике, тако је за приказ равнотеже у отвореној привреди потребно укључити елемент увоза и извоза. Дакле, циљ економске политике који се односи на стабилност платног биланса и девизних курсева, добија на значају. У том случају, структура бруто националног

дохотка биће сложенија и обogaћена за део који се односи на платни биланс ($EX - IM$) и зависност од кретања девизног курса (e) у једној националној економији.

$$(e) Y = C + G + I + (EX - IM)^{28}$$

Управо значај овог макроекономског агрегата, бруто националног дохотка, можемо видети у томе што представља основну меру аутпута одређене земље, која је одређена тржишном вредношћу свих облика потрошње финалног производа²⁹. Кроз БНП одређене земље можемо видети све категорије потрошње у оквирима једне националне економије и изван ње, поређењем БНП између земаља.

3.2. Инвестиције и штедња

У оквиру анализирања бруто домаћег производа и бруто националног дохотка, односно свих производа и услуга произведених и пласираних унутар и ван националних граница једне земље, постоји један веома битан начин употребе производа и услуга, односно потрошње аутпута у оквиру ових агрегата, како у држави са отвореном, тако и са затвореном привредом. Реч је о инвестицијама (слика 3.4.).

До појаве Џон Мајнард Кејнса, економисти у својим економским учењима су заступали стање потпуне конкуренције, савршенства тржишта, односно сматрали су да постоји аутоматизам тржишног механизма у коме се фактори производње сами комбинују и прерасподељују, тако да тржиште само од себе доводи обим и структуру инвестиција на одговарајући ниво.

~ ~ ~

Сваки појединац настоји да упосли свој капитал тако да његов принос има највећу вредност. Он по правилу нема намеру да унапређује интерес нити зна колико унапређује. Он је усмерен само на своју сопствену сигурност, само на сопствену добробит. И он је вођен невидљивом

²⁸ Blanchard, O. (2011) *Макроекономија*, Мате, Загреб, стр.46, стр. 398

²⁹ Котлица, С., Кнежевић, Б. (2005) *Економика међународног пословања*, Мегатренд универзитет примењених наука, Београд, стр. 178.

руком да унапређује циљ који није био део његове намере. Следећи сопствени интерес често ефикасније унапређује јавне интересе него кад би их стварно намеравао унапређивати³⁰. (Адам Смит, Богатство народа, 1776.)

Потпуно супротно мишљење се може видети код кејнзијанске економске теорије, која сматра да савремени капитализам не може функционисати без државног интервенционизма, па стога нити да може да обезбеди онај ниво инвестиција који би пружио стање пуне запослености, стабилност цена, односно стање без инфлаторних оптерећења. Такође, некејнзијанска економска теорија посматра привреду и могућност очувања и обезбеђења стабилности у њој, уз интервенисање државе. Без интервенције једном може доћи до повећања незапослености, а други пут до нестабилности цена, односно до инфлације. Таква ситуација никако не може погодovati економији једне државе.

Још од времена Велике економске кризе 1929. године, незапосленост представља значајан проблем, док је на сцену економије убрзо ступила и нестабилност цена, односно инфлација. Ова два проблема представљају две крајности циклчних кретања, која заједничким деловањем могу довести до још већег проблема званог стагфлација. Кејнс је сматрао да се управо са одређеним обимом инвестиција може стати на пут овим проблемима. Дакле, од структуре и обима инвестиција зависи стање привреде по питању:

1. проблема пораста незапослености
2. проблема нестабилности цена и инфлаторних оптерећења привреде
3. проблема очувања равнотеже националног дохотка
4. нестабилности привреде у целини

Разрешавање наведених проблема јесте уједно циљ једне националне економије. Према рачности свог деловања инвестиције можемо представити као ³¹:

1. инвестиције краткорочног типа

Инвестиције краткорочног типа имају своју улогу у производној сфери, путем агрегатне тражње (улагање у опрему, грађевинске радове, материјале, промене у

³⁰ Самјуелсон, П., Нордхаус Д., В. (2009) *Економија*, Мате, Београд, стр. 25

³¹ Подела сачињена на основу: Јосифидис, К., Ђукић, Ђ. (1994) *Макроекономија*, Футура публикације, Нови Сад, стр. 81-83.

залихама робе итд.). Ове инвестиције су окарактерисане променљивошћу, односно тиме да су веома променљива економска величина када је реч о издацима или потрошњи, тако да неочекиване промене у овим инвестицијама могу значајно утицати на агрегатну тражњу, а последично и на производњу и запосленост.

2. инвестиције дугорочног типа

Инвестиције дугорочног типа своју улогу приказују кроз утицај капиталне формације на потенцијални производ. Ове инвестиције се односе на формирање реалног капитала, кроз финансијске трансакције или портфолио промене, односно куповину неких капиталних својина.

Да ли ће инвестиције бити краткорочног или дугорочног карактера, односно да ли ће бити већа склоност ка једном или другом типу инвестиција, који ће бити заступљенији у структури инвестиција, то ће се значајно рефлектовати на структуру укупне економије. Структура инвестиција је од великог значаја за производњу, стабилност цена и одржавање одређеног нивоа запосленост. Из тих разлога, неопходне су одређене мере и инструменти макроекономске политике ради обезбеђења макроекономске стабилности. Мере и инструменти макроекономске политике, поред обима и структуре инвестиција, утичу на још један битну варијаблу економије, такозвану штедњу. Заједно са инвестицијама тежи обезбеђењу равнотеже на тржишту производа и услуга.

~ ~ ~

Бразил као највећа национална економија у Латинској Америци и шеста по величини у свету, тежи да обезбеди раст БДП у будућности. Због планираних догађаја, Светског Купа 2014. и Олимпијаде 2016. године локална и федерална влада Бразила планира инвестиције у вредности од 13 милијарди EUR, ради побољшања инфраструктуре и објеката широм земље³². Бразилска влада рачуна на мултипликовано повећање националног дохотка, у односу на инвестирана средства.(Landcorp International, 2014)

Штедња као наменски део дохотка, представља онај део дохотка који остаје субјекту на располагању за неку будућу потенцијалну потрошњу или инвестирање. Једноставно се може рећи да је штедња суздржавање од инвестирања. Штедња и

³² Landcorp International (2014) <http://www.landcorpinternational.com/invest-in-brazil/about-brazil/investing-in-brazil>, датум увида: 3.02.2014

инвестиције представљају новчану акумулацију, само инвестиције представљају новчану акумулацију која се улаже у неки производни процес или капиталну формацију (инвестиције краткорочног или дугорочног карактера). Другачије речено, новчана акумулација јесте штедња све док се уштеђена новчана средства не уложе, а када се уложе у неки производни процес постају инвестиција.

Међутим, ова констатација не важи увек. Разлог томе јесте тај да штедња не мора увек бити део дохотка који ће се у будућности усмерити на инвестирање. Економски субјект који располаже са штедњом, штеди из различитих разлога, па и без мотивације за даљим инвестирањем, па се због тога каже да су штедња и инвестиције одвојене категорије, два наменска дела расположивог дохотка, која се међусобно допуњују. Управо та одвојеност омогућује да сви неутрошени (уштеђени) делови дохотка не буду усмерени ка инвестицијама. Тада се јавља проблем, звани тезаурација новца³³.

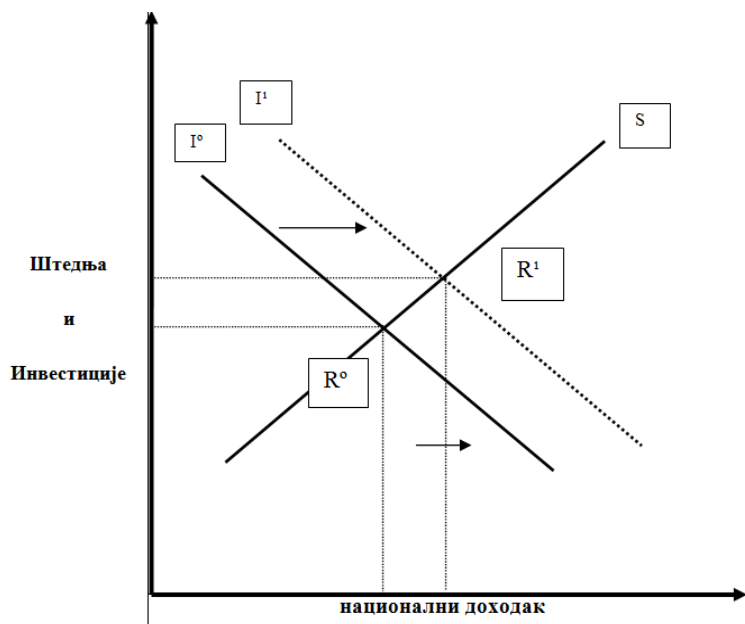
S <> I

Свакако, тежња ка једнакости штедње и инвестиција **S = I** на тржишту производа и услуга увек постоји, и управо овај однос је најинтересантнији за економска учења. Слободно можемо рећи да су инвестиције и штедња комплементарне економске величине. Када је већа склоност ка штедњи, мања је склоност ка инвестирању, и обрнуто. Међусобно деловање штедње и инвестиција детерминише обим националног дохотка, а тиме и производњу и запосленост.

Равнотежни ниво националног дохотка на тржишту производа и услуга се постиже једнакошћу нивоа инвестиција и штедње **I = S**. Тада се национални доходак налази у равнотежној тачки **R**. У овом стању на тржишту нема нагомилавања залиха, што позитивно утиче на запосленост и на њихове дохотке, а производња је таман толиког обима да успева да задовољи потребе потрошача. Нема потребе да предузећа повећавају своју производњу. Просто, све је у стању равнотеже.

³³ Тезаурација новца је употреба новца у немонетарне сврхе на тај начин што се новац задржава изван промета- Привредни речник (2013) Привредне комора Београд

Слика 3.5. Однос штедње и инвестиција према националном доходу - случај повећања националног дохотка



Тачка пресека линија инвестиција I^0 и штедње S у првом положају је тачка R^0 , која означава равнотежну тачку. Тај случај подразумева нижи ниво националног дохотка од нивоа који би одговарао нивоу пуне запослености, па се крива инвестиција помера на виши ниво I^1 , што уз постојећи линију штедње S , даје нову равнотежну тачку R^1 , али сада на знатно вишем нивоу националног дохотка

Извор: више аутора, 1996.³⁴

Следећа два односа ова два наменска дела расположивог дохотка јесу:

$S < I$ – када је штедња мања од инвестиција

$S > I$ – када је штедња већа од инвестиција

Као последица стања мање штедње од инвестиција $S < I$, јавља се већа потрошња. Ако се подсетимо, мања склоност ка штедњи, доводи до веће склоности као потрошњи. У том случају, долази до веће потражње производа и услуга, што последично наводи произвођаче да производе додатне производе. Значи, продаје се брже него што се успе избацити довољно аупута из производних погона. То врши притисак на произвођаче да додатно запошљавају радну снагу. На тај начин ће се код становништва наћи већа количина новчаних средстава на располагању, односно наћи ће се више расположивог дохотка. Самим тим, становништво ће више штедети, тако да ће се временом ниво штедње изједначити са нивоом инвестиција $S = I$.

³⁴ Слика и коментар формиран на основу приказа у: Комазец, С., Ристић, Ж., Јовановић, М. (1996) *Економија*, Мегатренд, Београд, стр. 114.

Када имамо случај да је на тржишту производа и услуга стање веће штедње од инвестиција $S > I$, опет говоримо о неравнотежи националног дохотка. Логично да са већом склоношћу ка штедњи, долази до смањене потрошње, што ће утицати на произвођаче, тако што ће смањити продају производа, а потом и саму производњу. Производни погони (а и продајни објекти) немају више потребу за свим својим запосленима, па прво долази до смањења варијабилног трошка – отпуштања радника. Ствара се незапосленост, а смањују се и дохотци становника. Смањењем доходака, штедња губи своје примарно место, па на сцену ступа потрошња. Више се инвестира, па самим тим, смањењем нивоа штедње до нивоа инвестиција, тржиште производа и услуга се доводи поновно у равнотежу $S = I$.

Такође, већ поменути случај јесте да се ниво инвестиција и штедње уопште не поклапају, нити постоји потенцијално поклапање $S < > I$. Разлог томе јесте што економски субјекти који штеде, то чине из различитих мотива. Не мора да значи да ће се неутрошена новчана средства, односно да ће се штедња претворити у стање инвестиција, већ ће употреба новца бити у немонетарне сврхе.

Свака привреда тежи ка стимулсању инвестиција. Што је већи обим инвестиција у привреди једне државе то ће бити боље стање економије у датој држави, што се да видети на основу расположивог националног дохотка.

1. Смањењем инвестиција долази до смањења расположивог (стварног) националног дохотка, али национални доходак се смањује знатно више него што је смањење инвестиција.³⁵
2. Повећањем инвестиција долази до повећања расположивог (стварног) националног дохотка, али национални доходак се повећава знатно више него што је повећање инвестиција.³⁶

Карактеристично за однос инвестиција и националног дохотка јесте да је пропорционалан, али и да је мултипликован³⁷. Свако повећање, односно смањење инвестиција доводи до мултипликованог повећања, односно смањења националног дохотка. Треба имати у виду да инвестиције зависе од мера фискалне и монетарне

³⁵ Стојановић, И. (2002) *Економија*, Мегатренд универзитет примењених наука, Београд, стр. 140

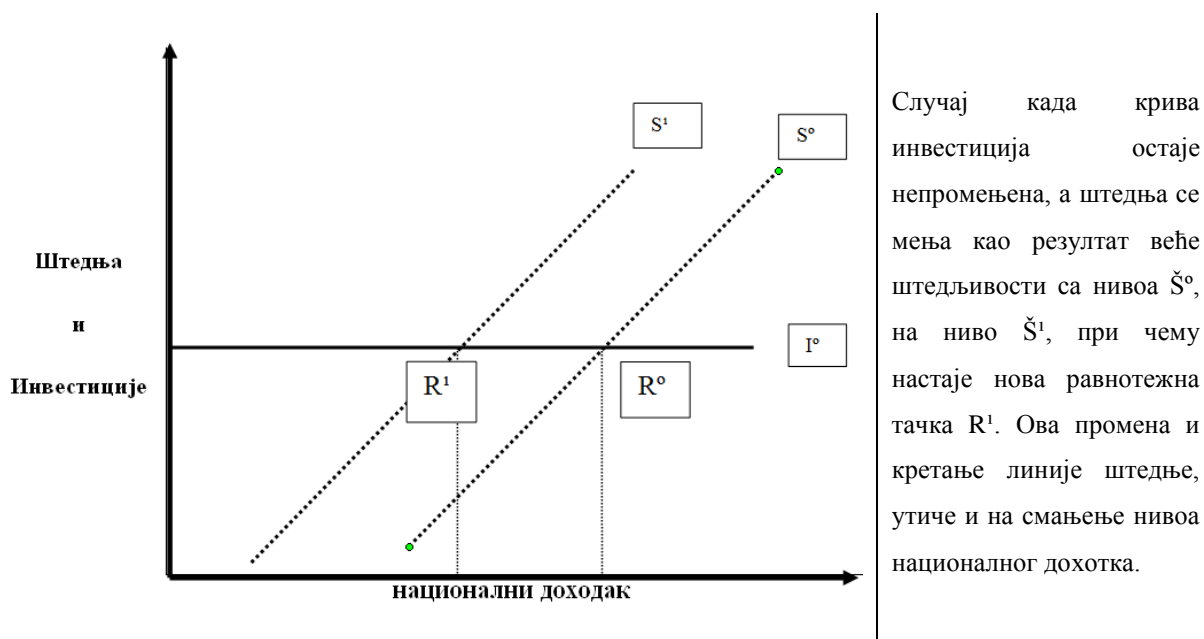
³⁶ исто

³⁷ *Мултипликатор* је бројчани коефицијент који показује колико ће се пута повећати односно смањити национални доходак, са сваким повећањем односно смањењем инвестиција (или штедње) - Стојановић, И. (2002) *Економија*, Мегатренд универзитет примењених наука, Београд, стр. 140

политике у једној националној економији. Зависно од нивоа каматних стопа и пореза, инвестиције ће бити стимулисане или дестимулисане.

Као што је ситуација са променама у нивоу инвестиција, тако свака промена нивоа штедње, повећање или смањење склоности штедњи, јесте детерминанта равнотежног нивоа националног дохотка на тржишту производа и услуга. Повећањем штедње (нпр. услед повећања каматних стопа или недостатка пореских олакшица), долази до смањења дела дохотка који је намењен потрошњи, што негативно утиче на национални доходак. Долази до смањења националног дохотка.

Слика 3.6. Однос штедње и инвестиција према националном дохотку –случај смањења националног дохотка



Извор: више аутора, 1996.³⁸

Ако погледамо слику 3.6, видимо да се повећањем штедње крива штедње померила на горе (S^0 , S^1), док је линија инвестиција I непромењена, чиме се добија нов пресек са линијом инвестиција R^1 . То је нова равнотежна тачка која је ближа вертикалној оси. Повећањем штедње, а уједно смањењем потрошње, или ти инвестирања, за последицу има гомилање аутпута, односно, залиха производа и услуга.

³⁸ Слика и коментар формиран на основу приказа у: Комазец, С., Ристић, Ж., Јовановић, М. (1996) *Економија*, Мегатренд, Београд, стр. 311.

Опада продаја робе. Предузећа ће предузети корак смањења запослених радника, мада би могли и повећати своје инвестиције како би апсорбовали новонасталу штедњу. Како се додатне инвестиције неће догодити, тако ће послодавци остати при одлуци отпуштања радника.

Све док радници, тј. становништво не буде доведено на егзистенцијални минимум и док не смање штедњу, производња ће се смањивати. Производња производа и услуга јесте покретач сваке привреде, што се види кроз макроекономске агрегате – БДП и БНП, па је стога од значаја да дође до повећања производње, јер ће тако доћи до повећања и запослености. Претпоставка о једнакости штедње и инвестиција остаје и даље најинтересантнија за економисте. Међутим, у реалној привреди постоје интермедијарни субјекти, развијени банкарски систем који ће се увек наћи када затреба да „својим“ средствима надокнади недостатак средстава, који је настао прекомерном штедњом.

Поставља се питање да ли је увек пожељно штедети новчана средства или се окренути потрошњи? Око ове дилеме дошло је до сукобљавања ставова економиста кејнзијанског учења са ставовима економиста маргиналистичког учења. Маргиналисти заступају идеју да је штедња увек пожељна, док кејнзијанци сматрају да треба правити разлику између два случаја³⁹:

Први случај : *стања пуне запослености и максималног националног дохотка и*

Други случај : *стања незапослености и смањеној националног дохотка.*

Једино у првом случају, када у привреди постоји стање пуне запослености и максимални национални доходак, могућа је идеја маргиналиста о увек пожељној штедљивости (по схватањима Кејнса). Насупрот, нестабилност привреде, стање незапослености, национални доходак у опадању, ниска тражња због ниске куповне моћи становништва, недовољност инвестиција, јесу реалност.

У пракси , када се на ниву привреде у целини почне са стимулацијом штедње, са намером да се обезбеди просперитет економије дате државе, логично би било да долази до смањења тражње за производима и услугама, па да на тај начин више новчаних средстава остаје становништву у „сламарици“. Смањењем продаје, повећањем залиха, смањује се обим производње и запослености, што активира и

³⁹ Стојановић, И. (2005) *Економија*, Мегатренд универзитет примењених наука, Београд, стр. 143.

мультипликовано додатно смањење. У тој ситуацији национални доходак још више опада и креће да опада штедња.

Парадокс јесте у томе што долази до повећања опадања штедљивости. Чак шта више, мера државе (вишим каматним стопама - путем монетарне политике) којом се **стимулише повећање штедње** код становништва које је већ исцрпљено, незапослено, депресивно, може довести до још веће незапослености, па и дефлационе спирале, а уз то и до **повећања пада штедљивости**.

Како би се одржавала равнотежа на тржишту производа и услуга, држава мора својим мерама и инструментима економске политике да подстиче производњу, а уједно и агрегатну тражњу. На овом тржишту највећи утицај има фискална политика путем својих мера и инструмената – обезбеђењем пореских олакшица, привременог или потпуног ослобађања од пореза и организовањем јавних радова. За њом не заостаје ни монетарна политика. Монетарни органи могу утицати на висину каматних стопа, тако што ће наложити банкама да одржавају каматне стопе на ниском нивоу, али не превише ниском како не би дошло до прекомерног узимања кредита, односно прекомерне задужености у држави. Каматне стопе могу бити на довољно ниском нивоу да омогуће најефикаснију расподелу и коришћење кредита банака⁴⁰.

~ ~ ~

Након више година континуираног раста штедних улога грађана, у Словенији је 2012. године забележен мањи пад, па је штедња становништва у три највеће банке у првих девет месеци те године пала за 360 милиона евра. Према подацима за 2011. годину, које су словеначка централна банка и Статистички завод објавили приликом обележавања Светског дана штедње, Словенија се са бруто штедњом просечног домаћинства од 11,9% расположивог дохотка налазила на деветом месту у Европској Унији, а 2006. године је имала највишу стопу од 17,5% бруто штедње у односу на расположиви доходак⁴¹. (BIZ life, 17.12.2012)

⁴⁰ Stretton, H., (1999) *Economics: a new introduction*, Pluto press, London-Sterling, Virginia, стр.749

⁴¹ BIZ life, *Pad štednje domaćinstava u Sloveniji*, <http://www.bizlife.rs/vesti/51802-pad-stednje-domacinstava-u-sloveniji>, datum uvida: 1.05.2014.

Зашто је запосленост толико битан економски циљ једне привреде и да ли држава утиче на обезбеђење овог циља? Може се са сигурношћу рећи да утиче. Уколико једна земља у одређеном временском периоду има проблем незапослености, тада ће било какво повећање потрошње покренути бар неки производни процес и пружити неко ново радно место. То подразумева да држава алоцира људски кадар у привредне секторе који послују профитабилно, или инвестирањем у индустрију може утицати на повећање броја запослених⁴².

~ ~ ~

Влада на челу са Маргарет Тачер покренула је током 1980-тих година велики програм смањења пореза и пореских реформи. Реална вредност личних примања (пре плаћања пореза на доходак) повећала се за 25%. Основна стопа пореза на доходак опала је са 33% на 25%, а за оне који остварују највиши доходак са 83% на 40%. Многи политичари предвиђали су нагла повећања понуде радне снаге, међутим економисти су углавном били песимистични због искуствених сазнања у прошлости.

Постоје анализе економиста које показују да је значајно смањење основне пореске стопе на доходак мало стимулисало богате да понуде додатне сате рада, и да је дошло до свега 0,5% додатних понуђених сати рада. (Begg D., Fischer S., Dornbusch R., Економија, Дата Статус, Београд, 2010., стр.473)

Свакако држава може остварити утицај на запосленост/незапосленост путем мера и иструмената фискалне и монетарне политике. Путем политике јавних расхода, односно преко буџетске политике, јавним радовима може омогућити до тада незапосленим становницима да и они остваре свој доходак, а тиме допринесу задовољењу њихових потреба. Путем пореске политике, држава може додатно оптеретити или ослободити становништво већег пореског оптерећења, а самим тим и произвођаче који ће смањењем пореза бити подстакнути да коригују, односно повећају број запослених⁴³. Пошто су људске потребе неограничене, тако ће се потребе и њихова потражња за неким производима и услугама повећавати. Последица јесте раст

⁴² Stretton, H., (1999), *Economics: a new introduction*, Pluto press, London-Sterling, Virginia, стр.749

⁴³ Исто, стр.749

укупне ефективне тражње, што је даље стимулација произвођачима да се окрену проширеној репродукцији, односно да прошире своје производне погоне. Запосленост ће поновно порасти. Ланчаном реакцијом, доћи ће до богатије производње, нових производних погона, што свакако може значити мултипликовано повећање запослености, односно далеко веће стопе запослености него што је био првобитни случај.

~ ~ ~

Висока незапосленост није део европске традиције. 1970. године у четири највеће земље континенталне Европе - Немачкој, Француској, Италији и Шпанији, постојала је веома ниска стопа незапослености. Због тога се у Сједињеним Америчким Државама говорило о чуду европске незапослености, а амерички макроекономисти су одлазили у Европу не би ли открили тајне тога чуда. До касних 1970-тих година чудо је ишчезло. Од тада стопа незапослености у овим европским земљама је знатно виша него у САД-у. Упркос паду касних 1990-тих година и даље је износила 8,1% 2006. године, готово 3,5% више од стопе незапослености у Сједињеним Америчким Државама.

Још увек се не зна јединствено мишљење о узроцима високе незапослености у Европи. Политичари често криве макроекономску политику, тврдећи да су креатори монетарне политике, Европска централна банка, каматне стопе држала превисоко и тиме довела до ниске тражње, а високе незапослености. Према њима, централна банка би требала спустити каматне стопе и омогућити повећање тражње, па би и незапосленост нестала.

Насупрот њима, постоје и економисти који заступају мишљење да рестриктивна монетарна политика може довести до високе незапослености на неко време, али не и у периоду од 20. година. (Blanchard, O., Макроекономија, Мате, Загреб, 2011., стр.10)

Како би се одржавала равнотежа на тржишту производа и услуга, држава мора својим мерама и инструментима да подстиче производњу, а уједно и агрегатну тражњу. На овом тржишту највећи утицај има фискална политика путем својих мера и инструмената, али за њом не заостаје ни монетарна политика. Монетарни органи могу утицати на висину каматних стопа, тако што ће наложити банкама да одржавају каматне стопе на ниском нивоу, али не превише ниском како не би дошло до прекомерног узимања кредита, односно прекомерне задужености у држави. Каматне

стопе могу бити на довољно ниском нивоу да омогуће најефикаснију расподелу и коришћење кредита банака⁴⁴.

3.3. Равнотежа на тржишту производа и услуга

Савремена посткејнсијанска макроекономска анализа се бави свим факторима који утичу на одређени ниво националног дохотка, односно свим факторима који утичу на равнотежу на тржишту производа и услуга. Однос понуде и тражње за производима и услугама који зависи од низа фактора, јесте један аспект посматрања и анализирања успостављања равнотеже на тржишту производа и услуга. Теоријски најједноставнија поставка равнотеже на овом тржишту јесте једнакост између понуђене и тражене количине производа и услуга. Велике промене у обиму тражње за производима и услугама, изазваће веће флукуације у излазу добара, односно код самих произвођача. Такође, ове промене у равнотежи на тржишту производа и услуга оставиће последице и на запосленост, односно изазваће повећану незапосленост⁴⁵. Већ смо изнели битну чињеницу да доходак утиче на обим тражње и тражену количину, па тако је битно образложити и структуру расположивог дохотка.

Расположиви доходак (income - **IC**) се дели на два дела:

- 1) Део намењен за потрошњу (consumption) – **C**
- 2) Део намењен за штедњу (saving) – **S**

РАСПОЛОЖИВИ ДОХОДАК = ПОТРОШЊА + ШТЕДЊА

$$\mathbf{IC = C + S}$$

Из ове структуре расположивог дохотка изводимо да склоност потрошњи укупног становништва једне земље, као и суздржавање од потрошње, односно штедња утичу на промене у траженој количини и обиму тражње, а то даље на производњу, производња на расположиви доходак и тако у круг. Непрекидни кружни процес.

⁴⁴ исто, стр.749

⁴⁵ Fischer, B. (1982) *General equilibrium and business cycles*, National Bureau of Economic Research (NBER), Working Paper No. 950, Cambridge, <http://www.nber.org/papers/w0950>

Слика 3.7 Утицај структуре расположивог дохотка на тражњу – кружни процес



Извор: скица аутора

За потрошњу и шtedњу, можемо рећи да су допунске економске величине, односно, допуњујују једна другу својим деловањем. Такође, можемо рећи да су обрнуто пропорционалне, пошто смањење једне величине доводи до повећања друге величине, и обрнуто са повећањем.

Слика 3.8 Комплементарни однос потрошње и шtedње

❖ Ако дође до повећања потрошње, то ће довести до опадања дела расположивог дохотка који се издваја за шtedњу.	$C > S$
❖ Ако дође до смањења потрошње, то ће довести до пораста дела расположивог дохотка који се издваја за шtedњу.	$C < S$
❖ Ако дође до смањења шtedње, то ће довести до повећања дела расположивог дохотка који се издваја за потрошњу	$S < C$
❖ Ако дође до повећања шtedње, то ће довести до смањења дела расположивог дохотка који се издваја за потрошњу.	$S > C$

Извор: скица аутора

Зависно од тога која економска величина има већи удео у структури расположивог дохотка, можемо рећи да у структури појединих група становништва имамо већу или мању склоност потрошњи или штедњи.

Шта одређује да ли ће бити већа склоност ка потрошњи или ка штедњи? Одговор је величина расположивог дохотка. При одређеном стању технологије, укуса и друштвених прилика који одређују расподелу дохотка, реални доходак неког човека ће се повећавати или смањивати према томе с колико јединица рада располаже⁴⁶.

Становници не могу располагати са већим дохотком, од оног који су остварили својим привређивањем, тако да опет долазимо до кружног процеса међузависности доходак – тражња – производња (слика 3.7). Становништво са већим дохотком је у могућности да штеди, док становништво са мањим расположивим дохотком или сиромашнији слојеви становништва, имају већу склоност ка потрошњи. Они већи део свог дохотка улажу у неке егзистенцијалне потребе, односно у храну, одећу, станарину (ренту), основне животне намирнице слично, а мањи део остављају са стране, штеде. Управо у том случају се дешава да је склоност ка потрошњи 100%, односно да поједини субјекти потроше целокупни свој доходак. Становништво са већим дохотком имају већу склоност ка штедњи, а мањи као потрошњи (што утиче на повећање пореских прихода), док становништво са мањим дохотком имају већу склоност ка потрошњи, а мањи ка штедњи (што смањује пореске приходе). Свака додатна јединица дохотка коју становник заради сматра се једном целином. Та целина се дели на :

- део који одлази на штедњу – *додатна штедња*
- део који одлази на потрошњу – *додатна потрошња*

Збир маргиналне склоности потрошњи⁴⁷ (*marginal propensity to consume*) - **MPC** и маргиналне склоности штедњи (*marginal propensity to save*) - **MPS** једнак је једној целини, односно представља једно цело новозарађено (100%). То су две величине које се допуњују. Наиме, маргинална склоност потрошњи се добија стављањем у однос разлике у потрошњи између две групе становништва, групе А и групе Б (значи поређење потрошње две групе становништва) и разлике у дохотку те две групе.

⁴⁶ Кејнс, М.,Ц., (2013) *Опита теорија запослености, камате и новца*, ЈП Службени гласник, стр.96, од изворног издања: Keynes, М.,К.(1936) *The General Theory od Employment, Interest an Money*, Macmillan Publishers

⁴⁷ Део рада о маргиналној склоности потрошњи и маргиналној склоности штедњи, дефинисан на основу: Стојановић, И. (2002) *Економија*, Мегатренд универзитет примењених наука, Београд, стр. 131-135.

$$MPC = \frac{C_{\text{групе А}} - C_{\text{групе Б}}}{IC_{\text{групе А}} - IC_{\text{групе Б}}}$$

Маргинална склоност штедњи се добија као количник односа разлике у штедњи између групе становника А и групе становника Б, и разлике у доходу те две исте групе становника.

$$MPS = \frac{S_{\text{групе А}} - S_{\text{групе Б}}}{IC_{\text{групе А}} - IC_{\text{групе Б}}}$$

Уколико је становништво по питању расположивог дохода на егзистенцијалном минимуму, уколико ће маргинална склоност штедњи бити мања од маргиналне склоности потрошњи и биће мања могућност за повећањем пореских прихода.

$$MPS < MPC$$

Што се крећемо од сиромашнијих група становништва ка богатијим то ће маргинална склоност потрошњи опадати, а маргинална склоност штедњи бити у порасту, што ће ићи у корист буџета, повећањем пореских прихода.

$$MPS > MPC$$

За економску теорију, али и праксу концепција маргиналне склоности потрошњи и штедњи има велики значај, из разлога што на основу маргиналне склоности креатори економске политике могу одредити мере и инструменте за адекватну прераспodelу националног дохода.

Промене у монетарној и фискалној политици имају значајног утицаја на одлуку да ли одвојити део расположивог дохода на потрошњу или на штедњу. Наиме, уколико с једне стране, посматрамо дужи временски период, значајне монетарне промене каматне стопе имају тенденцију да знатно мењају навике друштва и да тако утичу на субјективну склоност ка трошењу, док с друге стране, ако посматрамо са краткорочног аспекта, промене каматне стопе нису такве да би имале неки значајнији утицај на промену понашања појединца у њиховој склоности ка потрошњи или штедњи.

Међутим, уколико снага која покреће појединца да штеди зависи од будућег дохода коме се нада, она не зависи само од каматне стопе, већ и од мера фискалне

политике. Порези на доходак, нарочито порези на профите од капитала, наследне таксе и слично, од исте су важности по штедњу колико и каматна стопа. Опсег пак могућих промена у фискалној политици може бити већи него што јесу промене каматне стопе. При томе, ако се фискална политика користи као срачунато средство за остварење равномерније расподеле дохотка, њен утицај на јачање склоности ка потрошњи је утолико већи⁴⁸.

3.4. Фискална политика

Фискална политика (*fiscal policy*) се може дефинисати као део економске политике која својим мерама и инструментима, односно обликовањем пореза и јавних издатака (јавних радова) или расхода, неутралише дејства различитих привредних циклуса, а са намером давања одговарајућег доприноса остваривању главних економских циљева одређене привреде, односно одржавању раста пуне запослености у датој привреди, уз стабилност цена и без инфлаторних оптерећења. Фискална политика својим мерама и инструментима као део економске политике тежи постизању и одржавању макроекономске стабилности.

~ ~ ~

Крајем двадесетог века, Е.А. Селигман је први који је користио појам фискална политика, а реч фискални – *fiscal* се у англосаксонској и америчкој литератури употребљава у ширем значењу, односно, обухвата јавне приходе и јавне расходе, док у континенталном делу Европе се односи на порезе и пореску политику (Бингулац,З., Јовановић, М., Крстић,Б. Монетарне и јавне финансије, Мегатренд унивезитет примењених наука, Београд, 2003., стр. 373.)

Суштина фискалне политике јесте обезбеђење циљева економске политике уз коришћење инструмената фискалог система: јавних прихода и јавних расхода.

⁴⁸ Кејнс, М.,Ц., (2013) *Опита теорија запослености, камате и новца*, ЈП Службени гласник, стр.100, од изворног издања: Keynes, М.,К. (1936) *The General Theory od Employment, Interest an Money*, Macmillan Publishers

Fiscal policy ~

- Јавни приходи (порези)
- Јавни расходи (јавни радови)

Нешто уже посматрање јесте посматрање америчких теоретичари који суштину фискалне политике виде у регулисању ефективне тражње, или схватање неких других теоретичара да је суштина фискалне политике у деловању на структуру понуде и обим понуђене количине. Значајна улога фискалне политике јесте ублажавање постојеће стопе незапослености, неутрализиција фискалног дефицита, који ствара највећи степен забринутости, и стабилизација једне националне економије. Упркос многим скептицима у економији, креатори економске политике гледају да оптимистично црпе све потенцијале фискалне политике, и то применом фискалне стратегије, у распону од корекција пореза до јавних радова⁴⁹.

Како би држава планиране јавне расходе могла ефектуирати, неопходно је да се обезбеде одговарајућа финансијска средства, или путем увођења јавних прихода, или пак задуживањем на финансијским тржиштима, или обављањем пословне активности на тржишту преко јавних привредних друштава. Финансирање јавних потреба обухвата обезбеђење средстава и њихово коришћење за одређене намене. Већи део јавних прихода, односно порези, таксе, доприноси и накнаде, имају принудни карактер, док мањи део јавних прихода институције остварују непринудним путем (јавни зајмови, донације, приходи од државног власништва, добровољни јавни приходи и слично)⁵⁰.

Према Закону о буџетском систему Републике Србије⁵¹, јавни расходи су расходи за робе, услуге и друга давања које држава обезбеђује без директне и непосредне надоканде. Њих чине: расходи за запослене, расходи за робе и услуге, амортизација и употреба средстава за рад, отплате камата и пратећих трошкова задуживања, субвенције, дотације и трансфери, обавезно социјално осигурање и

⁴⁹ Battaglini, M., Coate, S. (2011) *Fiscal policy and unemployment*, National Bureau of Economic Research (NBER) Working Paper No. 1762, Cambridge, MA 02138, <http://www.nber.org/papers/w17562>

⁵⁰ Кулић, М. (2010) *Јавне финансије*, Мегатренд универзитет, Београд, стр.7

⁵¹ Управа за трезор - Министарство финансија Републике Србије, (2013) *Закон о буџетском систему*, Република Србија, <http://www.trezor.gov.rs/uploads/file/Zakoni/Zakon%20o%20budzetskom%20sistemu.pdf>, датум увида: 22.10.2013.

социјална заштита, остали расходи. Кроз јавне расходе се финансирају бројне јавне потребе за које су одговорни различити државни органи, организације и други субјекти. У структури јавних расхода најважнији су издаци за: државну управу, унутрашњу безбедност, војне расходе, спољне послове, образовање, науку, културу, научноистраживачки рад, еколошке пројекте, спорт, социјалну сигурност становништва и остало.⁵²

У извршавању бројних и обимних јавних расхода, држава мора располагати и са одговарајућим обимом јавних прихода. Јавни приходи представљају приходе остварене обавезним плаћањима пореских обвезника, као и приходе директних и индиректних корисника буџетских средстава и средстава организација за обавезно социјално осигурање⁵³. У њих спадају порески приходи, сачињени од пореза на доходак, доприноса, пореза на добит, пореза на додату вредност, акциза и осталих пореских прихода, а затим и од непореских и капиталних прихода и донација⁵⁴.

*Порез, као основни инструмент пореске политике, представља приход државе који она наплаћује на основу власти, од субјеката под својим суверенитетом, без непосредне противнакнаде у циљу прокривања јавних расход.*⁵⁵ Порезима се умањује економска снага пореских обвезника, због чега, с једне стране порески обвезници нерадо прихватају обавезу његовог плаћања, а с друге стране држава врло радо, без противнакнаде тежи наплати пореза. Осцилацијама у висини пореза се баве фискални органи, који уз поштовање фискалних правила коригују пореске стопе, у складу са одлуком о примени реструктивне или експанзивне фискалне политике. Порези, као фискални инструменти, веома су битни за државу, јер се средства која се прикупе опорезивањем користе за финансирање јавних расхода. Од сфера у којима настају јавни расходи, зависи на који начин и у ком обиму ће се искористити јавни приходи за покривање јавних расхода.

⁵² Исто, датум увида: 22.10.2013.

⁵³ Кулић, М.(2010) *Јавне финансије*, Мегатренд универзитет, Београд, стр. 49.

⁵⁴ Фискални савет (2013) *Оцена фискалних кретања у 2012. години и изазови у 2013. и 2014. години*, http://www.fiskalnisavet.rs/images/izvestaji/ocena_2012_i_izazovi.pdf

⁵⁵ Кулић, М. (2010) *Јавне финансије*, Мегатренд универзитет, Београд, стр. 55.

~ ~ ~

Замка за економисте јесте у поистовећивању са одређеним догађајима и посматрања истих као константне појаве. На пример, можда бисмо желели знати хоће ли пореске стопе повећати или смањити пореске приходе. Неки наводе привлачан аргумент да можемо јести фискални колач и истовремено га имати. Наглашавају да ће спуштање пореских стопа истовремено повећати државне приходе и смањити буџетски дефицит. Указују на пореске резове Кенедија и Џонсона из 1964. године, који су оштро снизили пореске стопе и након њих је уследио раст државних прихода 1965. године. Према томе, наглашава се да ниже пореске стопе стварају више приходе.

Но, шта је погрешно, у овом закључку? Овај аргумент превиђа чињеницу да је економија расла од 1964. до 1965. године, због раста доходака људи, па и раста државних прихода, иако су пореске стопе биле ниже. Опрезне студије указују да би приходи у 1965. години били и виши да пореске стопе нису смањене. (Самјуелсон, П., Нордхаус Д., В., Економија, Мате, Београд, 2009.)

Ради бољег разумевања било које економске политике (у овом случају фискалне политике), пожељно је поставити одређена питања:

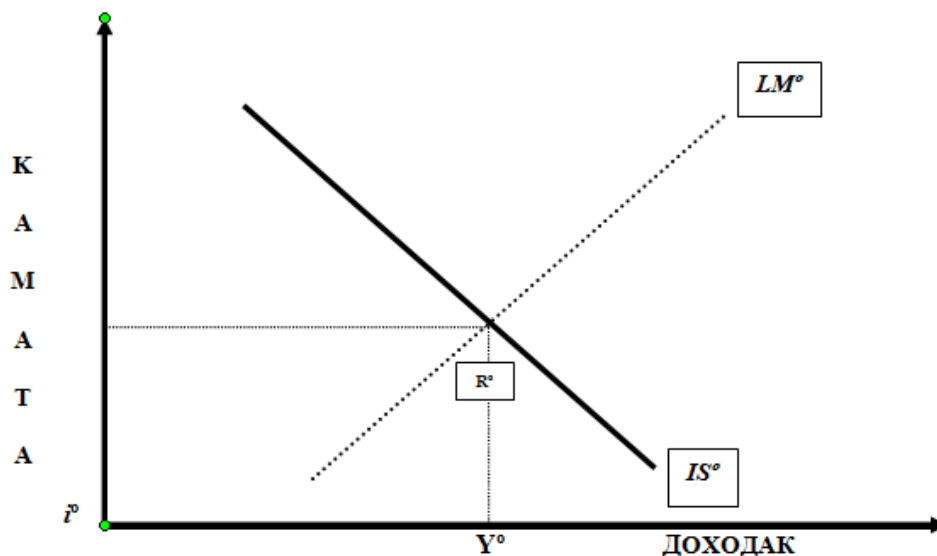
1. Која је суштина и улога фискалне политике?
2. Које су мере и инструменти фискалне политике?
3. Које институције доносе и одлучују о мерама и инструментима фискалне политике?
4. Који су дефинисани циљеви фискалне политике?
5. На који начин делују предузете мере фискалне политике?

Фискална политика путем свог трансмисионог механизма преноси импулс у привреди који изазивају дискреционе мере владе у циљу пораста или контракције економске активности⁵⁶. Фискални органи теже да испуне постављене макроекономске циљеве попут: остваривања стабилности цена, стања пуне запослености, одређеног обима производње, остваривање раста националног дохотка, а тиме и обезбеђење привредног раста.

⁵⁶ Гњатовић, Д., Грбић, В. (2009) *Економска политика: Теорија–анализа – примена*, Мегатренд Универзитет, Београд, стр.38

Фискална политика својим инструментима, убирањем јавних прихода (пореза) и извршавањем јавних расхода делује путем трансмисионих канала на промене у односима основних макроекономских агрегата и на понашање привредних субјеката. Дејство трансмисионог механизма фискалне политике може се видети путем смањења пореских стопа, као мере експанзивне економске политике и путем повећања пореских стопа као мере рестриктивне економске политике, којима влада жели да утиче на обуздавање претрпане тражње и потрошње⁵⁷. Она тежи и одржавању равнотеже на тржишту производа и услуга делујући својим мерама и инструментима на само тржиште. Овај утицај фискалне политике на тржиште производа и услуга се може приказати дијаграмом IS-LM модела, путем IS криве.

Слика 3.9. IS крива



Извор: скица аутора

Неки економисти, истражујући и анализирајући периоде од Адама Смита, преко Џорџа Фридриха Канпа до Џон Мајнарда Кејнса и Х. Минског, долазе до економског приступа да порези, као инструмент фискалне политике, креирају тражњу за новцем, а јавна потрошња обезбеђује понуду новца. По њиховим схватањима, фискална политика је основна детерминанта квантитета новчане масе у држави и саме вредности новца.

⁵⁷ Гњатовић, Д., Грбић, В. (2009) *Економска политика: Теорија – анализа – примена*, Мегатренд Универзитет, Београд, стр. 38

~ ~ ~

Почетком 90-тих година Џорџ Буш је објавио сет краткорочних мера за убрзање привредног развоја САД. Први задатак је био да се повећа јавна потрошња и у том циљу донет је закон којим је одобрено 10 милијарди УСД за поправку мостова и путева. Предвиђено је да се сва планирана средства утроше у првих 6 месеци 1992.године. уколико претпоставимо да је мултипликатор 1,5 и имајући у виду да БДП износи 6 трилиона УСД, поменути радови би повећали реални друштвени производ за 0,25%. Следећа мера се односила на снижење пореза на доходак. Као резултат ове мере порески обвезници би платили иже порезе у износу од 25 милијарди УСД. Предвиђене су биле и посебне пореске олакшице за корпорације које су плаћале највише износе пореза. (Јакшић, М., Фабрис, Н., Прашчевић, А., Основи макроекономије - примери, Центар за издавачку делатност Економског факултета у Београду, Београд, 2008., стр.171)

Мере монетарне политике, које се не смеју занемарити, везују за њихову примарну улогу корекције каматних стопа. С обзиром на то да је веома значајна координација фискалних и монетарних мера за макроекономску стабилност, уместо да креатори економске политике користе монетарну политику за постизање стабилности цена и у борби против инфлације, ови економисти полазе од става да је улога монетарне политике да одређује краткорочне каматне стопе, док се од фискалне политике очекује да стабилизује вредност валуте, која је значајна за одржавање конкурентске предности на иностраном тржишту⁵⁸.

⁵⁸ Wrey, L.,R. (1998) *Money ad Taxis: the Chartalist approach*, Social Science Research Network (SSRN) Working Paper No.222, <http://ssrn.com/>

3.4.1. Пореска и буџетска фискална политика

Фискална политика се зависно од инструмента фискалног система који користи, може поделити на :

* Пореска политика, односно политика опорезивања

* Буџетска политика, односно политика јавних државних расхода

Пореска политика, односно политика опорезивања, јесте један од облика фискалне политике који се бори против основних проблема економије одређене земље, уз помоћ инструмента званог порез. Ова политика, уз помоћ опорезивања пореских обвезника бори се против нестабилности у привреди, стања незапослености, инфлације. Пореска политика обухвата усклађено деловање државних институција кроз убирање јавних прихода на производњу, потрошњу, размену, расподелу у оквиру националних граница једне земље и у оквиру одређеног временског периода. Држава је основни субјект пореске политике, уз све своје органе од централних до локалних.

Порез представља приход државе који она наплаћује на основу власти, од субјеката под својим суверенитетом, без непосредне противнакнаде, у циљу покривања јавних расхода. Из наведеног се може извести следеће карактеристике пореза: а) дериватност (изведеност) пореза, б) присилност пореза, в) порезима се финансирају јавни расходи, г) одсуство непосредне противнакнаде, и д) порез је новчано давање⁵⁹. Порези су присилна давања која убирају државни органи од физичких и правних лица ради покрића својих расхода и реализације циљева економске политике. Стари су колико и држава⁶⁰.

У ситуацији када је привреда превише инфлаторно оптерећена, односно када код становништва постоји већи расположиви доходак који је усмерен на потрошњу, држава преко својих органа доноси одлуку од већем опорезивању становништва.

⁵⁹ Кулић, М. (2010) *Јавне финансије*, Мегатренд универзитет, Београд, стр.55.

⁶⁰ Драгичевић, А. (1965) *Лексикон политичке економије*, Новинско - издавачки, штампарски и биротехнички завод, Загреб, стр.118

~ ~ ~

У Њу Џерсију 1998. године дошло је до повећања пореског оптерећења тако што је порез на цигарете удвостручен са 40 центи на 80 центи по кутији цигарета. Овај пораст пореза померио је просечну цену цигарета са 2,40 долара на 2,80 долара по кутији. Економисти процењују да је, по корекцији трендова потрошње и продаје, потрошња цигарета смањена са 52 милиона на 47,5 милиона кутија цигарета. Ово истраживање је доказало да тражња дефинитивно реагује на цене цигарета, односно на промену пореске стопе. (Самјуелсон, П., Нордхаус Д., В., Економија, Мате, Београд, 2009., стр.72)

Једноставно речено, тада долази до *повећања пореза* који ће смањити расположиви доходак становништва, што ће деловати на смањење прекомерне потражње за производима и услугама. Последица ових мера јесте, ништа друго него, повећање залиха робе у продајним објектима и складиштима, а уједно и смањење обим производње и понуђене количине производа и услуга. Јер, ако нема потражње за производима и услугама, нема ни потребе да произвођачи проширују своје производне погоне. Но, адекватним повећањем пореза које је становништво обавезно да плати, може се смањити инфлаторно оптерећење у привреди, односно може се затворити инфлациони „геп“⁶¹.

Примена овог инструмента фискалне пореске политике на *краткорочно*, доводи до жељеног циља, односно до решавања насталог проблема у привреди дате државе. Проблем инфлационог „гепа“ може бити решен. Међутим, уколико би се наставило са овом политиком и повећањем опорезивања становништва може доћи до одређених последица. Као што смо већ навели, може доћи до повећања залиха робе у продајним објектима и складиштима, а уједно и смањење обим производње и понуђене количине производа и услуга. У неком тренутку, произвођач, а и послодавац у продајном објекту, ће донети одлуку о смањењу варијабилних трошкова, односно о смањењу броја запослених радника. То ће се даље одразити на додатно смањење расположивог дохотка становништва и додатно смањење тражње за производима и услугама. *Дугорочно* посматрано, ова мера може довести привреду у тоталну супротност, стање веће незапослености и депресије.

⁶¹ Инфлациони „геп“ је ситуација у привреди када постоји инфлација тражње, односно инфлаторни пораст цена.

~ ~ ~

Приватни инвеститори ће често лобирати код владе у нади добијања пореске олакшице, било у виду смањења пореских стопа или привремени "пореског ослобођења." На пример, средином 19. века, влада Египта је дала пореске олакшице за приватне компаније које су учествовале у изградње Суецког канала, као подстицај улагања у инфраструктуру. Такође, као савремени пример имамо владу Индије која нуди петогодишње „пореско ослобођење“ за инвестиције у свим секторима инфраструктуре, осим телекомуникације⁶² (Irwin, Timothy, World Bank, 2003.)

Уколико се привреда налази у стању масовне незапослености и депресије, односно ако у привреди постоји дефлациони „геп“⁶³, тада је потребно *смањити пореско оптерећење*, не би ли се код становништва повећао расположиви доходак. Повећањем расположивог дохотка, повећава се склоност ка потрошњи⁶⁴. Већом потражњом производа и услуга утиче се на произвођаче да повећају своју производњу, да се од прости окрену проширеној репродукцији. Свакако је след догађаја, који су настали смањењем пореза, позитиван за незапослене раднике. Запосленост се повећава, као и национални доходак. Повећањем обима тражње и тражене количине производа и услуга, долази до покретања мултипликатора. Национални доходак и запосленост се мултипликовано повећавају, што значи знатно веће повећање националног дохотка и запослености, него што су снижени порески издаци.

~ ~ ~

Сваки пут када нека влада одобри још једну «последњу субвенцију» својој националној авио-компанији која је у тешкоћама, долази до бујице протеста осталих авио-компанија које покушавају да и даље остану у конкуренцији. ЕУ покушава да обустави државну помоћ, односно преференцијални третман националних компанија од стране државе, која ремети

⁶² Irwin, Timothy (2003) *Public Money for Private Infrastructure : Deciding When to Offer Guarantees, Output-based Subsidies, and Other Fiscal Support*, World Bank, Washington, <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/15117> , License: CC BY 3.0 IGO.

⁶³ Дефлациони „геп“ је ситуација у привреди када влада велика незапослености и депресија.

⁶⁴ Теоријски и практично посматрано, повећањем расположивог дохотка код становништва долази до повећања склоности ка штедњи, а смањења склоности ка потрошњи. У овом делу се осврћемо само на потрошњу. Склоност ка потрошњи се повећала у односу претходни период посматрања. То не значи да једно (потрошња) искључује друго (штедњу).

конкуренцију.

Примери за то су *ad hoc* субвенције и специјалне пореске олакшице које уједно не обухватају и отворену помоћ осталим компанијама које не припадају нацији чија влада пружа ову помоћ. Таква је на пример, *Airbus* компанија. Међутим, оваквих облика помоћи све је мање, а у Великој Британији их више нема. (Begg D., Fischer S., Dornbusch R., Економија, Дата Статус, Београд, 2010., стр.302)

Уколико се настави са смањењем пореског оптерећења, може доћи до негативних последица по привреду. Од стања незапослености и депресије, преко решења проблема, до стања инфлационог „гепа“ у привреди. Претераним и **дугорочним** смањењем пореза, мултипликовано се увећава национални доходак и запосленост, односно код становника постоји већа сума расположивих новчаних средстава. Повећава се њихова склоност ка потрошњи, што након одређеног временског периода значи благо повећање цена, а након дужег периода постоји опасност од инфлаторног повећања цена. Дакле, смањење пореског оптерећења **краткорочно**, позитивно ће се одразити на привреду и макроекономску стабилност.

Применом својих инструмената пореска политика доприноси реализацији три основне функције ⁶⁵:

1. **Стабилизациона функција пореске политике** - огледа се у очувању стабилности дате привреде у којој ће постојати стање пуне запослености, стабилан ниво цена, равнотежни ниво националног дохотка, уравнотежен платни биланс. Већ смо образложили примену пореске политике у стању инфлационог и/или дефлационог „гепа“. Када се привреда налази у стању неравнотеже поводом инфлације тражње, тада ће се уз помоћ повећања пореза тражња довести на жељени ниво, док у ситуацији када се привреда сусретне са стањем дефлаторне неравнотеже, тада је улога стабилизационе функције пореске политике да подстакне повећање тражње за производима и услугама смањењем пореског оптерећења.
2. **Алокативна функција пореске политике** – огледа се у адекватној алокацији ресурса, односно фактора производње. Велики значај јесте у самој структура опорезивања. Није довољно само да се води рачуна о томе да ли смањити порезе

⁶⁵ Кулић, М. (2010) *Јавне финансије*, Мегатренд универзитет, Београд, стр.233

или повећати, већ и о структури пореског оптерећења или растерећења. Одговарајућу алокацију ресурса и њихово правилно коришћење држава може остварити уз помоћ смањења пореских стопа за само поједина правна лица одређене гране, пружајући тако могућност да се већи део добити одвоји за проширену репродукцију. Адекватне мере пореске политике за овакав подстицај јесу пореске олакшице или попутна пореска ослобађања.

3. **Редистрибутивна пореска политика** – огледа се у прерасподели националног дохотка између различитих друштвених слојева тако да оштрим прогресивним пореским стопама захвата доходак богатијих физичких лица, а да се пореским олакшицама помогне сиромашним слојевима друштва.

Изложене функције пореске политике указују на широко дејство пореске политике на привреду у целини. Управо због њеног широког дејства неопходно је ускладити их са осталим економским политикама. Углавном, мере пореске политике се примењују паралелно са мерама монетарно - кредитне политике, с којом чине специфичан комплекс мера економске политике земље. Врло је тешко међусобно их ускладити, али заједничким дејством дају најприхватљивије ефекте.

Буџетска политика, односно јавни државни расходи (јавни радови), јесте један од облика фискалне политике, који се као и пореска политика бори против нестабилности у привреди, стања незапослености, инфлације тражње, преко свог најважнијег инструмента буџета. Она представља јединствену политику јавних прихода и јавних расхода, која обухвата јавне државне инвестиције, општу инвестициону потрошњу, као и финансирање буџетског дефицита, јавних расхода. Може се идентификовати три фазе у буџетском процесу⁶⁶:

1. дефинисање предлога буџета у оквиру извршне власти,
2. презентација и усвајање буџета у законодавству, и
3. имплементација буџета.

Буџет представља основни инструмент прикупљања јавних прихода и финансирања јавних расхода у савременим државама. Преко буџета се укупна јавна

⁶⁶ Alesina, A.,F., Perotti, R., (1999) *Budget Deficits and Budget Institutions*, Chapter in NBER book: Fiscal Institutions and Fiscal Performance, James M. Poterba and Jürgen von Hagen, editors (p.13-36) Published in January 1999 by University of Chicago Press, <http://www.nber.org/chapters/c8021>

*потрошња везује за економску политику државе. Одређивањем расхода и прихода утиче се на расподелу друштвеног производа и друге циљеве које треба остварити*⁶⁷.

Ова политика утиче на понашање свих макроекономских агрегата. Држава ће политиком утицати на промене укупне тражње, обезбедити одређену стопу привредног раста, одређену стопу запослености, као и стабилност општег нивоа цена. Експанзивном или рестриктивном буџетском политиком се делује на пораст националног дохотка у различитим привредним циклусима.

У многим областима држава се јавља и као инвеститор и организатор производне делатности, и као велики потрошач. Она преузима одређена привредна подручја за која приватни капитал није заинтересован о организује производњу, разна истраживања, обнављање и изградњу инфраструктуре и развој јавних делатности ⁶⁸. Управо у том непосредном финансирању и стимулисању одређених привредних активности, као и кроз коришћење мера и инструмената за неутралисање инфлаторних оптерећења привреде, наилазимо на алокативну и стабилизациону функцију буџета.

Код буџетске политике се брине о ресурсима, односно, факторима производње и њиховој правилној алокацији. Док се инструмент пореске политике првобитно односи на стимулисање приватног сектора, где се не може на најпожељнији начин утицати на алокацију ресурса, применом инструмената буџетске политике и јавних радова (повећања или смањења) директно се може утицати на алоцирање ресурса и структуру потенцијалне производње.

За стање у једној привреди је позитивно уколико држава повећа јавне радове (изградњу путева, мостова, школа, обданишта и слично). Разлог јесте повећан обим производње, повећана запосленост (или решен проблем незапослености) и извлачење привреде и депресивног стања. Јавним радовима или издацима, расположиви доходак становништва се повећава, а тиме и тражња за производима и услугама. Као што већ знамо, ланчаном реакцијом повећава се продаја робе, а потом се даље проширују производни погони, који запошљавају још незапослене капацитете.

⁶⁷ Кулић, М. (2010) *Јавне финансије*, Мегатренд универзитет, Београд, стр. 231-234.

⁶⁸ Бингулац, З., Јовановић, М., Крстић, Б. (2003) *Монетарне и јавне финансије*, Мегатренд универзитет примењених наука, Београд, стр. 375.

Такође, покретањем привредних подручја за која приватни капитал није заинтересован, држава отвара нова радна места како у производној сфери, тако и у истраживачкој делатности уколико је потребно додатно истражити неко не довољно познато привредно подручје. Јавним радовима, покретањем нових привредних подручја, изградњом и обнављањем инфраструктуре мултипликатор запослености и националног дохотка је поновно активиран.

3.4.2. Антидепресивна и антиинфлациона фискална политика

Фискална политика се зависно од проблема у привреди на који усмерава своје инструменте, може поделити на:

* Антидепресивна фискална политика

* Антиинфлациона фискална политика

Антидепресивна фискална политика се користи у привреди у којој је дошло да опадања производње, нарасте незапослености, нестабилности општег нивоа цена, депресије, односно у ситуацији низлазне фазе привредног циклуса. Ова политика се односи и на пореску и на буџетску политику⁶⁹, па стога инструменти ове политике јесу: порези и буџет, тачније јавни расходи. Мере које антидепресивна фискална политика спроводи у нестабилној привредној ситуацији јесу:

1. смањење пореског оптерећења
2. повећање јавних расхода

Циљ смањења пореза и повећања јавних расхода јесте неутралисање незапослености, повећање националног дохотка, стимулисањем повећања обима и структуре производње.

1. Када привреда нађе у ситуацији депресије и дефлационог „гепа“, примена пореске политике подразумева да се смањи пореско оптерећење становништву.

⁶⁹ Као што се односи и антиинфлациона фискална политика, о којој ће бити речи у даљем тексту

У том случају становништво ће на располагању имати више новчаних средстава, што ће повећати склоност ка потрошњи. Тиме је покренута ланчана реакција. Већом потражњом производа и услуга утиче се на произвођаче да повећају своју производњу, што ће их навести да запошљавају нове раднике. Повећава се запосленост, као и национални доходак. Повећањем обима тражње и тражене количине производа и услуга, долази до покретања мултипликатора. Национални доходак и запосленост се мултипликовано повећавају, што значи знатно веће повећање националног дохотка и запослености, него што су снижени порески издаци.

Путем овог инструмента пореске фискалне политике, односно инструмента експанзивне фискалне политике у привреди се повећавају инвестиције, посебно сектора приватног предузетништва. Наравно, треба водити рачуна да се доведе до прекомерне потрошње.

2. Приоритетни инструмент антидепресивне фискалне политике јесу управо јавни расходи. Када привреда крене низлазном путањом на којој се сусреће са незапосленошћу, падом обима производње, депресијом, прво притупа буџетској политици и то повећању јавних расхода кроз јавне радове. Циљ ове политике јесте да се за што краћи временски период да радно место незапосленом становништву. Јавним радовима који јесу државне инвестиције, расположиви доходак становништва се повећава, а тиме и тражена количина производа и услуга. Као што већ знамо, ланчаном реакцијом повећава се продаја робе, а потом се даље проширују производни погони, који запошљавају још незапослене радне снаге. Мултипликује се стопа запослености и националног дохотка, што је свакако погодно за привреду. Коришћењем јавних радова као инструмента буџетске фискалне политике, односно још једног инструмента експанзивне фискалне политике у привреди долази до прогресивне путање привреде, али захваљујући јавном производном сектору.

~ ~ ~

Након три деценије послератног успеха, Јапан је «забрљао» ствар током 1990-тих година. Колапс цена некретнина довео је до банкрота банака. Уместо да то признају и доведу у ред, креатори политике игнорисали су проблем. Потрошачи су изгубили сигурност и поверење

дошло је до пада аутпута.

Да би повратио изгубљено поверење, Јапан је прибегао великим фискалним експанзијама да би подстакao тражњу. Јапански потрошачи и компаније сматрали су да радикална акција подразумева да су ствари и горе него што се прво мислило. Аутономни делови потрошачке и инвестиционе тражње опали су више него што је било довољно да неутралише фискалну експанзију.

Фискална експанзија није успела да подстакне аутпут. У макроекономији се често дешава да изазвани ефекти доминирају над директним ефектом. Стопа раста аутпута у Јапану вратили су се на 3% тек 2003.године. (Begg, D., Fischer S., Dornbusch R., Економија, Дата Статус, Београд,2010., стр. 372)

Слика 3.10. Инструменти експанзивне фискалне политике – антидепресивна фискална политика



Извор: скица аутора

Поставља се питање која од ове политике, пореска или буџетска политика је ефективнија? Или, који инструмент од образложених је ефикаснији за постизање прогресије у привреди одређене земље? Да ли је то смањење пореза или повећање јавних расхода? Најбоље је да одговор потражимо поређењем ефеката примене ова два инструмента (слика 3.11.).

Слика 3.11. Паралела ефеката примене два инструмента антидепресивне политике

Смањење пореског оптерећења	Повећање јавних расхода
Подстицај сектору приватног предузетништва	Повећање јавног производног сектора
У кратком року становништво располаже са већим дохотком	У кратком року се даје посао незапосленим радницима
Потребан је краћи временски период да се покрене тражња производа и услуга	Потребан је дужи временски период да се покрене тражња производа и услуга
Индијектно повећање друштвеног богатства	Директно повећање друштвеног богатства

Извор: скица аутора

Дакле, можемо извести закључак да је неопходно комбиновати ова два инструмента антидепресивне фискалне политике. Као што је нужно у привреди, ради макроекономске стабилности, комбиновати и хармонизовати фискалну и монетарну политику (о чему ће бити речи касније), тако је потребно адекватно комбиновати два инструмента.

Из изложеног се може видети да један инструмент даје предност јавном сектору, а други приватном. Једна солуција која може бити добра, јесте да се на један кратак временски период спроведе смањење пореског оптерећења, како би се за тај временски период повећао расположиви доходак становништва, покренула већа тражња, потрошња производа и услуга, а потом спровести јавне радове који ће активирати и јавни производни сектор, па фактори производње неће бити само у грани потрошачких производа и услуга.

Становништво којем се повећао расположиви доходак захваљујући пореском растерећењу, сада ће добити и радно место, чиме ће се повећати запосленост, али и висина националног дохотка. Није пожељно претерати са спровођењем нити једног, нити другог инструмента пореске и буџетске политике. Умерено спроводити и смањење/повећање пореза и повећање/смањење јавних радова.

Смањењем пореза и повећањем јавних расхода, антидепресивна фискална политика, односно експанзивна фискална политика доводи мањих буџетских прихода него што су јавни расходи.

$$\text{Буџетски расходи} > \text{Буџетски приходи} = \text{Буџетски дефицит}$$

Ова појава се зове *дефицитно финансирање*.

Антиинфлациона фискална политика јесте облик фискалне политике која се примењује у ситуацији када у привреди влада стање повећаног обима производње и запослености (што је добро у одређеним границама равнотеже на тржишту производа и услуга), али стање прекомерне потрошње која је изазвала раст општег нивоа цена. Једноставно речено, овај облик фискалне политике се користи када се привреда налази у стању инфлационог „гепа“.

Циљ и ове политике јесте да се тржиште производа и услуга доведе у стање равнотеже, као и привреда у целини. За њу кажемо још и да је контракциона фискална политика. Два су њена инструмента:

- 1) Повећање пореског оптерећења
- 2) Смањење јавних расхода

Када се привреда нађе у ситуацији да има инфлацију тражње, односно ситуацију када у привреди постоји стање пуне запослености, када становништво располаже са већим дохотком, и захваљујући томе тражња за производима и услугама расте и с временом наставља да расте, а истовремено привреда нема потенцијала и могућности да повећава фонд производа за продају, тј. робе, пошто нема више на тржишту рада незапослених⁷⁰. Тада се држава труди да попуни инфлациони „гепа“ или повећањем пореза или смањењем јавних радова.

⁷⁰ Напомена: говори се о стању пуне запослености у привреди

Слика 3.12. Инструменти контракционе фискалне политике



Извор: скица аутора

1) Када привреда нађе у ситуацији инфлационог „гепа“, примена пореске политике подразумева да се повећа пореско оптерећење становништву. С једне стране у том случају становништво ће на располагању имати мање новчаних средстава, што ће смањити склоност ка потрошњи, а с друге стране мања потражња производа и услуга ће утицати на произвођаче да сниже цене.

Путем овог инструмента пореске фискалне политике, односно инструмента контракционе фискалне политике у привреди се смањују инвестиције, посебно сектора приватног предузетништва и привреда доводи у стање пуне запослености, али без инфлације. Од значаја је да се не угуше инвестиционе активности, а да се ипак постигне поновна макроекономска стабилност.

Као што је случај са привредом у депресији и применом антидепресивне фискалне политике, тако и код ове антиинфлационе политике је битно наћи одговарајућу комбинацију инструмената пореске и буџетске политике.

~ ~ ~

Ирска је током 1980-тих година имала великих финансијских проблема. Наиме, 1981. године дефицит је десегао високих 13,6% БДП. Државни дуг, као резултат нагомиланог дефицита, износио је 77% БДП. Било је очигледно да ирска влада мора успоставити контролу над својим финансијама. Током следеће три године спровела је програм смањења дефицита, заснован претежно на повећању пореза. Био је то амбициозан програм: да је производња наставила да расте по својој нормалној стопи, програм би резултирао смањењем дефицита за 5% БДП. Међутим, резултати су били слаби. Низак раст производње био је повезан са великим повећањем незапослености, са 9,5% 1981. на 15% 1984. године. Због слабог раста производње

приходи од пореза који зависе од привредне активности, били су нижи од очекиваних. Други покушај је уследио 1987. године и разликовао се од првог. Нови програм смањења дефицита је био креиран тако да се стављао нагласак на смањење улоге владе и смањење државне потрошње, а не на повећање пореза. Програм је поновно био амбициозан: да је производња наставила да расте по својој нормалној стопи, програм би резултирао смањењем дефицита за 6,4% БДП. Резултати су били другачији и бољи. Раздобље од 1987. до 1989. године било је раздобље снажног раста, са просечним растом БДП већим од 5%. Стопа незапослености се смањила за 2%. Захваљујући снажном расту производње, приходи од пореза су били већи од очекиваних, а дефицит се смањен готово за 9% БДП. (Blanchard, O., Макроекономија, Мате, Загреб, 2011., стр. 368)

2) Такође, могуће је применити други инструмент буџетске политике и смањити јавне расходе. Као што смо већ напоменули, јавни радови јесу државне инвестиције којима се подстиче пораст стопе запослености, раст националног дохотка, обима производње итд. У стању инфлације тражње, мора се прибећи смањењу запослености до једног новог нивоа без пратње инфлације.

Смањењем јавних радова као инструмента буџетске фискалне политике, односно још једног инструмента контракционе фискалне политике у привреди долази до опадања тражње и успостављања новог равнотежног нивоа на тржишту производа и услуга.

Повећањем пореза и смањењем јавних расхода, антиинфлациона фискална политика, односно контракциона фискална политика доводи већих буџетских прихода него што су јавни расходи.

$$\text{Буџетски расходи} < \text{Буџетски приходи} = \text{Буџетски суфицит}$$

Ова појава се зове *суфицитно финансирање*.

3.4.3. Фискална политика и IS крива

Фискална политика, односно политика јавних прихода подразумева висину учешћа јавних расхода, односно јавних прихода у новоствореној вредности, тј. друштвеном доходу током једне календарске године⁷¹. Такође, подразумева коришћење јавних прихода и јавних расхода у циљу деловања на агрегатну понуду и обим тражње и тражене количине. Фискална политика као део економске политике тежи очувању равнотеже у привреди. Њен циљ јесте да очува стабилност у макроекономији једне земље, односно да очува макроекономску стабилност. Зарад овог комплексног циља веома је значајна координација фискалне политике (експанзивне или контракционе) са другим економским политикама.

На тржишту производа и услуга фискална политика је та која успоставља равнотежу са својим мерама и инструментима. Зависно од тога да ли се ради о инфлаторној или дефлаторној неравнотежи на тржишту, примениће се одговарајући вид фискалне политике. На наредној слици 3.13, дат је приказ свих могућности деловања фискалне политике.

Слика 3.13. Инструменти фискалне политике и њихово контракционо или експанзивно деловање на тржишту

ПОРЕСКА ПОЛИТИКА	БУЏЕТСКА ПОЛИТИКА	
Смањити порезе	Повећање јавних расхода →	ЕКСПАНЗИВНА ФИСКАЛНА ПОЛИТИКА <i>- Антидепресивна фискална политика -</i>
Повећати порезе	Смањење јавних расхода →	КОНТРАКЦИОНА ФИСКАЛНА ПОЛИТИКА <i>- Антиинфлациона фискална политика -</i>

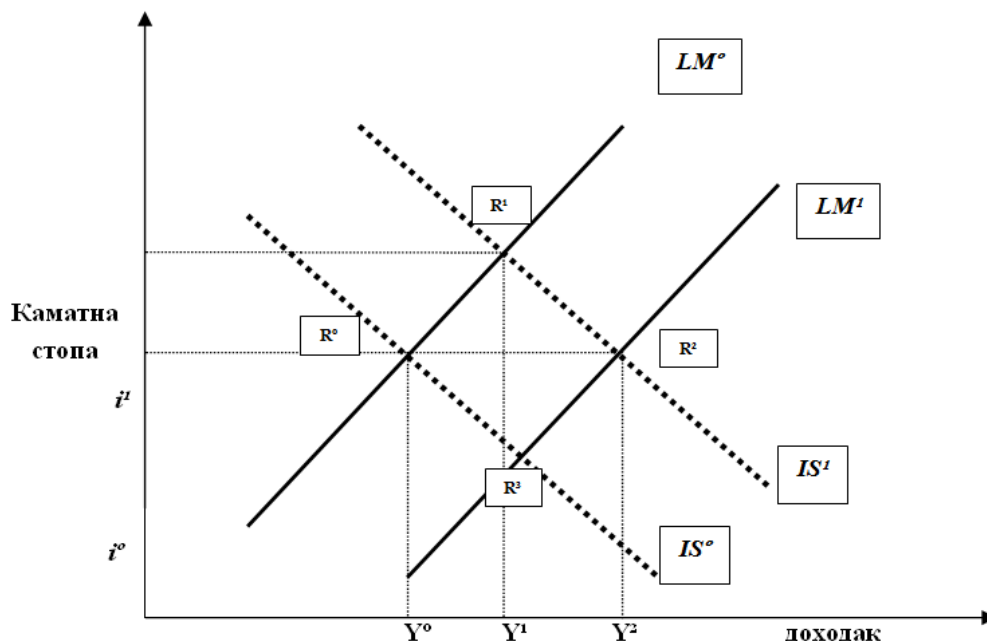
Извор: скица аутор

⁷¹ Кулић, М. (1020) *Јавне финансије*, Мегатренд универзитет, Београд, стр. 15.

Равнотежу тржишта производа и услуга могуће је приказати путем IS-LM модела, односно равнотежа само овог тржишта је видљива на криви IS. Криву IS, која приказује однос штедње и инвестиција, односно њихову једнакост или неједнакост, мере и инструменти фискалне политике померају навише или наниже. Битна напомена везана за овај модел, који представља базу у макроекономској теорији, јесте да се односи на затворену привреду. Тако исто крива IS пружа увид у равнотежу тржишта производа и услуга, али само у затвореној привреди. Како би се прилагодио овај модел савременом добу постојања отворене привреде, неопходна је координација мера фискалне политике са другим економским политикама, које укључују фактор постојања увоза и извоза, као и промену вредности и конвертовање вредности економских трансакција у међународном пословању (размени).

У случају да у привреди влада стање депресије, да је потребно да се попуни дефлациони „геп“, примениће се антидепресиона фискална политика, односно експанзивна фискална политика, која подразумева смањење пореза и повећање јавних расхода (јавних радова). Фискална експанзија доводи до вишег расположивог дохотка, што ће повећати тражњу за производима и услугама и на тај начин криву IS помера у десно са IS^0 , на IS^1 .

Слика 3.14. Фискална експанзија и померање IS криве



Извор: више аутора⁷², 2010.

⁷² Begg D., Fischer S., Dornbusch R., (2010) *Економија*, Дата Статус, Београд, стр. 421.

Фискална експанзија помера IS криву са IS^0 на IS^1 , али не утиче на криву LM која остаје непромењена, тј. LM^0 . Равнотежна тачка се помера из тачке R^0 у тачку R^1 . Аутпут се повећава само са Y^0 на Y^1 , јер његова експанзија изазива раст каматних стопа са r^0 на r^1 , што пригушује повећање агрегатне тражње.

Међутим, ако је фискална експанзија праћена монетарном експанзијом, што помера криву LM^0 на LM^1 , политика може да доведе до повећања аутпута на Y^2 . Фискална експанзија изазива већи раст аутпута ако се монетарна политика олабави да би каматне стопе остале непромењене ⁷³.

~ ~ ~

Словачка Република је 2003. године је под надзором ММФ, спроводила пореске реформе, с циљем очувања привредне стабилности и подстицања рада. Једна од мера била је да се акценат пореског терета пребаци са директног опорезивања (порез на имовину, порез на доходак) на индиректно (ПДВ, акцизе, царине). Традиционално размишљање је да грађани далеко више буду свесни промена директних, него индиректних пореза.

Наиме, у Словачкој су смањени порези код директног опорезивања, како би подстакли легализацију фирми које послују у сивој економији и како би подстакли стране и домаће инвестиције. Истовремено са смањењем ових пореза, централна банака је смањила и каматну стопу за 25 базних поена, не би ли подстакла слабу домаћу тражњу. Мере су биле успешне.

⁷⁴(IMF, 2003.)

Повећањем потражње за производима и услугама утиче се на произвођаче да повећају своју производњу, да се од прости окрену проширеној репродукцији. Незапосленост се смањује, а национални доходак повећава. Повећањем обима тражње и тражене количине производа и услуга, долази до покретања мултипликатора. Национални доходак и запосленост се мултипликовано повећавају, што значи знатно веће повећање националног дохотка и запослености, него што су снижени порески издаци.

⁷³исто, стр. 421.

⁷⁴ International Monetary Fund (2003) *Concluding Statement*, IMF Staff Visit to the Slovak Republic, October 7-15, <http://www.imf.org/external/np/ms/2003/101503.htm>, датум увида: 16.03.2014.

Инфлаторна неравнотежа захтева другачује потезе од стране фискалних органа. Антиинфлациона фискална политика, односно контракциона фискална политика ће довести до повећања пореског оптерећења и прибећи ће се смањењу јавних радова, како би се тржиште производа и услуга довело поповно у стање равнотеже, односно како би агрегатна тражња, национални доходак, обим производње и засполеност нашли неки нови ниво равнотеже, са тачке R_0 на тачку R_1 . Контракционом фискалном политиком тежи се смањењу инфлације тражње, тако што ће се повећањем пореске дажбине смањити расположив доходак код становништва. Смањиће се потражња за производима и услугама. Крива IS ће у овом случају променити свој положај у леву страну на криву IS_2 .

Дакле, приликом и фискалне експанзије и контракције, неопходно је водити рачуна о успостављању екстерне равнотеже, поред интерне, а то је могуће једино уз адекватно комбиновање са осталим циљевима и мерама економске политике.

3.4.4. Циљање фискалног дефицита као стратегија фискалне политике

Како би креатори економске политике обезбедили економски раст и напредак, потребна је адекватна координација мера и инструмената монетарне и фискалне политике, и њихова синхронизација са осталим циљевима економске политике. Фискална политика која има за циљ постизање одрживог привредног раста и развоја, кроз поспешивање раста друштвеног производа, утицаја на ниво запослености, постизање економске равнотеже и стабилности цена, вођења одговарајуће пореске политике, као и праведну расподелу дохотка која је у складу са правилима фискалне одговорности, остварује дејство на тржиште производа и услуга, не би ли остварила све постављене циљеве. Неопходно је дефинисати адекватну стратегију управљања економском политиком, а унутар ње креирати стратегију фискалног оптимума.

Приликом креирања стратегије фискалне политике и ради повећања степена сигурности у спровођење фискалних мера, креатори теже да се придржавају фискалних стандарда, не би ли се ојачала фискална дисциплина. Фискална дисциплинованост се пре свега, односи на мере којима се циља одређени ниво фискалног дефицита и општег

државног дуга, односно њихово оптерећење бруто домаћег производа. Према Фискалном савету Републике Србије дефинисана су одређена фискална правила, а то су:

- Прво правило, односи се на циљање годишње вредности фискалног дефицита, која на средњи рок треба да износи 1% БДП.
- Друго правило, односи се на последични утицај смањење фискалног дефицита, односно на смањење општег дуга државе на ниво испод 45% БДП. Продубљивањем фискалног дефицита, продубљује се задуженост државе, а то са собом повлачи пољуљану макроекономску стабилност и дисциплину, или боље речено, смањују могућност умањења макроекономске недисциплине.
- Треће правило, односи се на промене у структури јавне потрошње у правцу смањења текућих расхода и повећања јавних инвестиција. Остварењем трећег правила, остварује се утицај и на буџетски дефицит, а самим тим и на задуженост државе. Могуће се путем кориговања накнада (плата) у јавном сектору, реструктурирањем јавног сектора, замрзавањем пензија, смањења финансирања непродуктивних предузећа.
- Четврто правило, односи се на транспарентност, јер је сама фискална власт одговорна да обезбеди јавности увид у оцену квалитета фискалног система, за који је и сама задужена. И јавност има право на креирање мишљења о кредибилитету фискалне сфере економске политике.

3.4.5. Циљање фискалног дефицита као фискална стратегија у земљама у транзицији

Анализирајући учешће државног буџета у БДП у Бугарској, Румунији, Хрватској и Србији, може се видети да све четири земље имају заједничку карактеристику његовог постојања.

Табела 3.1 Учешће државног буџета у БДП (2001-2013) у земљама у транзицији

	БУГАРСКА	РУМУНИЈА	ХРВАТСКА	СРБИЈА
<i>Учешће државног буџета у БДП (у %)</i>				
2001	-0.5	0.8	-	-
2002	1.1	0.6	-	-
2003	-1.2	0.4	-4.3	-1.85
2004	-0.4	-0.2	-5.39	-2.44
2005	1.8	0.1	-4.17	0.8
2006	1	0	-3.49	0.89
2007	1.9	-1.9	-3.39	-1.9
2008	1.2	-2.9	-3.03	-2.04
2009	1.7	-5.7	-2.09	-2.65
2010	-4.3	-9	-5.3	-4.46
2011	-3.1	-6.8	-6.4	-4.74
2012	-2	-5.6	-7.8	-4.99
2013	-0.8	-3	-5	-6.2

Извор: Trading Economics,⁷⁵ 2014.

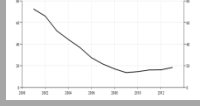
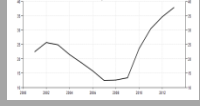
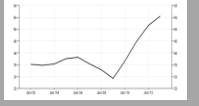
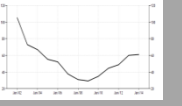
Најлошију ситуацију са учешћем дефицита буџета у БДП има Хрватска која од почетка две хиљадине година нема нити један период у коме је остварила суфицит буџета. Дакле, постојање фискалне недисциплине. Република Србија је у том случају приближнија Бугарској и Румунији, са оствареним суфицитом у периоду 2005-2006. године од 0,8 и 0,89% учешћа у БДП. Шта више, у том периоду има већи остварени буџетски суфицит него Румунија са 0,1 и 0%, док је Бугарска ипак у најбољој позицији са оствареним суфицитом у континуитету од пет година.

⁷⁵ Табеларна скица аутора уз помоћ података: Trading Economics, <http://www.tradingeconomics.com/>, датум увида: 14.04.2014. , уз напомену да нису доступни подаци за 2001. и 2002. годину за Хрватску и Србију, из истог извора

Уколико се осврнемо на године приступања европској интеграцији, видећемо да је Бугарска у 2007. години имала буџетски суфицит од 1,9%, док Румунија бележи дефицит од -1,9% учешћа у БДП. Хрватска је у години добијања чланства у Европску унију, 2012. године, имала дефицит буџета, већи него што је Србија имала исте године. Наиме, Хрватска је ушла у интеграционе процесе са -7,8% учешћа државног буџета у БДП.

Друго фискално правило односи се на одређену висину јавног дуга, дуга општег нивоа државе који у српској економији не треба бити већи од 45% БДП. У следећој табели може се видети учешће државног дуга у БДП, код Бугарске, Румуније, Хрватске и Србије, односно код истих земаља као и у претходној табели.

Табела 3.2 Учешће државног дуга у БДП (2001-2013) у земљама у транзицији

	БУГАРСКА	РУМУНИЈА	ХРВАТСКА	СРБИЈА
<i>Учешће државног дуга у БДП (у %)</i>				
				
2001	72.5	22.5	-	-
2002	66	25.7	35.2	105.2
2003	52.4	24.9	34.8	72.9
2004	44.4	21.5	35.4	66.9
2005	37	18.7	37.6	55.3
2006	27.5	15.8	38.2	55.2
2007	21.6	12.4	35.4	37.7
2008	17.2	12.6	32.9	30.9
2009	13.7	13.4	29.3	29.2
2010	14.6	23.6	36.6	34.8
2011	16.2	39.5	44.9	44.5
2012	16.3	34.7	51.6	48.7
2013	18.5	37.9	55.5	60

Извор: скица аутора⁷⁶

Почетком двехиљадитих година највећу задуженост имала је Бугарска, којој у то време могла је бити паралела српска економија. Међутим, креатори фискалне политике Бугарске радили су на смањењу задужења, и то до 2009. године, када се

⁷⁶ Табеларна скица аутора уз помоћ података: Trading Economics, <http://www.tradingeconomics.com/>, датум увида: 14.04.2014., уз напомену да нису доступни подаци за 2001. годину за Хрватску и Србију, из истог извора

учешће државног дуга у БДП поновно повећава (са 13.7 у 2009. на 14.6% у 2010. години). Такав тренд прати и фискалну сферу економије Румуније (са 13.4% у 2009., на 23.6% у 2010.). Након тог периода, па до данас, у случају Бугарске, задужење не прелази 20%, док у случају Румуније, задужење не прелази 40%.

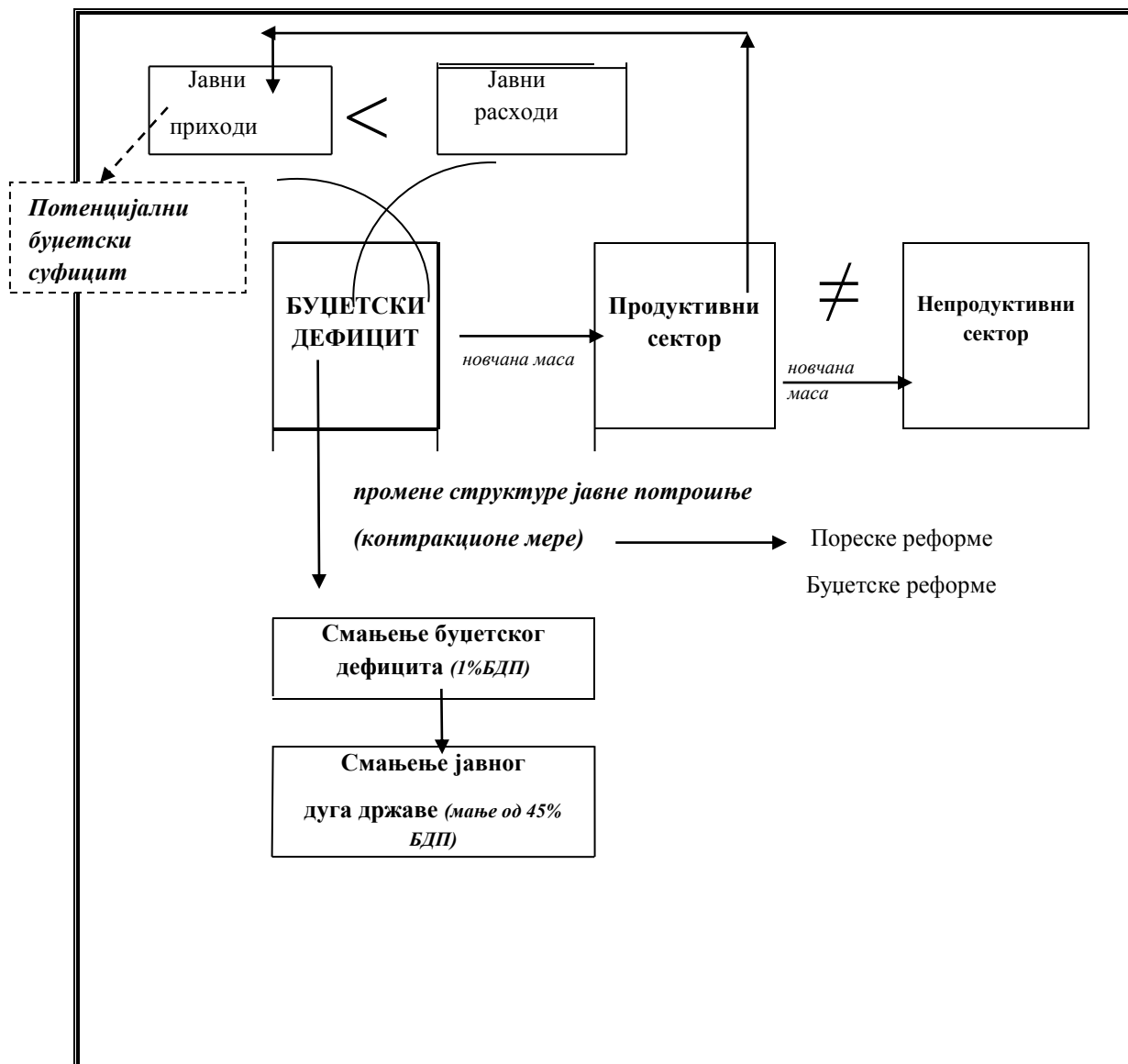
Што се тиче Хрватске и Србије, обе су окарактерисане континуираним смањењем учешћа државног дуга у БДП. Дефинитивно, почетком двехиљадитих година Србија има већу задуженост од све четири земље приказане у табели. Међутим, у периоду 2007-2011. године креатори фискалне сфере економске политике су се потрудили у поштовању фискалног правила о не прелажењу општег јавног дуга изнад 45% БДП. Последње две године, подаци говоре о постојању појачане фискалне недисциплине.

Дакле, економске политике све четири земље су окарактерисане са постојањем буџетског дефицита и повећаним задужењем државе. Нека мање, нека више. Креаторима економске политике у Србији је потребно још фискалне дисциплине не би ли се остварио циљани годишњи износ фискалног дефицита од 1% БДП и учешће државног дуга у БДП, не веће од 45%. Што се тиче фискалног дефицита, приближна ситуација је забележена у периоду 2005-2006. године (када је и национална валута благо ојачала), али након тога следи продубљивање буџетског дефицита, чему је без сумње допринела и континуирана депресијација националне валуте (динара). Наравно, овакво кретање курса је утицало и на учешће државног дуга у БДП. У периоду 2005-2006. године када је динар благо апресирао, учешће државног дуга у БДП је износило преко 55%, али када је уследило слабљење динара, задужење државе је почело да се смањује. Није дуго потрајало, само три године (од 2007 до 2010. године када бележи учешће државног дуга у БДП од 34.8%). Година 2013. показује велико одступање од 45% учешћа државног дуга у БДП, дефинисаног у фискалним правилима.

Неопходна је адекватна фискална стратегија циљања нижег нивоа учешћа државног дуга и државног буџета у БДП, односно стратегија која ће на оптималан начин растеретити БДП. Оптимална фискална стратегија се односи на смањење буџетског дефицита, односно контракцију одређених активности које су и учиниле дефицит већим, а чиме би се смањила и задуженост државе. Новчана маса би се усмерила на продуктивне секторе који ће повратном спрегом повратити новчана средства у буџет, првенствено у истом износу, што неће у први мах повећати јавне

приходе, али потом на неки средњи рок, јавни приходи би имали прилив у увећаном износу. Ствара се могућност за потенцијални буџетски суфицит.

Слика 3.15 Модел фискалне стратегије



Извор: скица аутора

ЧЕТВРТО ПОГЛАВЉЕ

ТРЖИШТЕ НОВЦА

4. ТРЖИШТЕ НОВЦА

Тржиште новца је део финансијских тржишта на коме се сусрећу понуда и тражња за различитим облицима краткорочне финансијске активе, односно активе чији је рок доспећа мање од годину дана. На овом тржишту се тргује са жиралним новцем, краткорочним хартијама од вредности, златом и племенитим металима. Тржиште новца је тржиште краткорочних извора финансирања.⁷⁷ Тржиште новца карактерише усаглашен и организован механизам у институционалном смислу, што подразумева да се зна:

- ко су учесници,
- која су њихова права и обавезе,
- у ком простору и времену се функционише,
- који су услови обављања различитих финансијских трансакција и слично.

Учеснике на тржишту новца чине комерцијалне банке, као најзначајнији учесник, централна банка, брокерско – дилерске фирме, дисконтне, есконтне и друге помоћне финансијске организације.

За тржиште новца можемо рећи да представља скуп свих новчаних трансакција које су проистекле из познатог односа понуде и тражње краткорочних финансијских средстава. Кључна чињеница јесте та да се ради о слободим краткорочним финансијским средствима. Економисти дефинишу новац (који се још назива и понуда новца) као све што је опште прихваћено као средство плаћања за производе и/или услуге, или за отплату дугова. Валуте и банкарски депозити на које се могу исписивати чекови свакако се убрајају у значење новца. То су нашироко прихваћена средства плаћања која се по ниској цени могу размењивати између власника. Домаћинства и предузећа располажу новцем трансакционим депозитима као погодним средством плаћања и финансирања када си рутинске трансакције у питању. Поред тога, финансијску активу попут некретнина не сматрамо новцем, из ралога што јој за разлику од валуте и банкарских депозита недостаје суштинско својство – ликвидност⁷⁸.

⁷⁷ Brili, R., Majers, S., Markus, A. (2010) *Основи корпоративних финансија*, Мате, Београд, стр. 559

⁷⁸ Krugman, P., Obstfeld, M. (2009) *Међународна економија*, Дата Статус, Београд, стр. 353.

Захваљујући убрзаном развоју друштва, технологије, економије, финансија, јавиле су се бројне финансијске иновације које су створиле проблем мерења новца. У последње време јављају се нови облици финансијских инструмената која имају веома слична својства као новац, који се лако претварају у готов новац. Квази новац (Quasi) - Q јесте новац који представља улоге на штедњу, привремене депозите, девизне рачуне привреде и грађана по виђењу, орочене депозите до једне године, као и сва она средства која се лако без посебних тешкоћа и на захтев власника могу претворити у ликвидне депозите или готов новац.⁷⁹

У циљу разумевања улоге новца на тржишту новца и у привреди веома је важно дефинисати шта се све подразумева под новчаном масом. Креатори економске политике, посебно у развијеним тржишним привредама, доста су времена провели у дефинисању проблема и истраживању, како проблема, тако и решења. Резултат јесте управо одговор америчких истраживача, на питање како мерити новац.

Систем федералних резерви – ФЕД, орган који је одговоран за монетарну политику у Сједињеним Америчким Државама, од 1980. године је неколико пута мењао своје мере новца, али на крају дефинисао мере понуде новца, који се називају монетарни агрегати⁸⁰ и могу се обележити и класификовати на следећи начин:

- ❖ М - 1 – новчана маса у ужем смислу
- ❖ М - 2 – новчана маса у ширем смислу, односно новчана маса плус квази новац
- ❖ М - 3 – укупна ликвидна средства
- ❖ М - 4 – укупни депозити

⁷⁹ Комазец, С., Ристић, Ж., Јовановић, М. (1996) *Економија*, Мегатренд, Београд, стр. 395

⁸⁰ Mishkin, F.S. (2010) *Економија новца, банкарства и финансијских тржишта*, Загреб, стр. 57.

Слика 4.1. Мере монетарних агрегата

М - 1	<p>Монетарни агрегат који представља најужу меру новца о којој извештавају Систем федералне резерве. Овај агрегат обухвата облике новца који се одмах троше.</p> <ol style="list-style-type: none"> 1) Компонента М 1 готовина која укључује само папирни новац и кованице у отпицају изван банака и не укључује готовину која се налази у банкоматима или у терзорима банака. 2) Компонента М 1 путнички чекови који укључују само путничке чекове које није издала банка 3) Компонента М 1 депозитни новац, односно, новац на текућем рачуну (депозити по виђењу), на који се не плаћа камата. Такође, укључују и путничке чекове које јесте издала банка. 4) Сви остали депозити по виђењу укључују све остале депозите по виђењу, укључујући рачуне по виђењу становништва на које се плаћа камата, јер су и ова средства новац, који се може користити као средство размене.
М - 2	<p>Монетарни агрегат који претходном агрегату додаје друга средства која имају карактеристику исписивања чекова и који су окарактерисани изузетном ликвидношћу, јер се могу за кратак временски период претворити у готовину и то уз врло ниске трошкове. Агрегат М2 представља збир</p> <ol style="list-style-type: none"> 1) компонента које чине монетарни агрегат М 1 2) депозитних рачуна на новчаном тржишту 3) удели у инвестиционим фондовима на новчаном тржишту 4) штедних депозита и орочених депозита у малим износивима.
М - 3	<p>Монетарни агрегат који представља збир М 2 и активе и пасиве финансијских институција. М 3 је још обухватније мерило новца. Монетарном агрегату М2 се додају дугорочни депозити који се не могу лако претворити у ликвидни облик (удружена средства, орочени депозити у која спадају средства резерви, средства за куповину девиза, средства за покриће по акредитивима, кредитне гаранције у пословању са иностранством и дознаке у иностранству).</p>
М - 4	<p>Монетарни агрегат који се састоји од монетарног агрегата М 3 и салда краткорочних и дугорочних обавеза банкарског система у девизама према иностранству и потраживања у иностранству. М 4 је најобухватнији монетарни агрегат, односно исказ мере новца.</p>

Извор: више аутора⁸¹

У Републици Србији, основни монетарни агрегати се свде на М1, М2 и М3. Дакле, није иста класификација као код Федералних резерви. У следећем табеларном приказу, дефинисаном од стране Народне банке Србије за 2013. годину, могу се видети основни монетарни агрегати у Републици Србији.

⁸¹ Krugman, P., Obstfeld, M. (2009) *Међународна економија*, Београд, стр.353.; Миловановић, С., Царић, М. (2007) *Макроекономија*, Привредна академија, Нови Сад, стр.173; Mishkin, F.S. (2010) *Економија новца, банкарства и финансијских тржишта*, Загреб, стр. 57

Табела 4.1. Основни монетарни агрегати Народне банке Србије за период 2000-2013.

	Готов новац у оптицају	Банкарске динарске резерве код НБС	Динарски примарни новац	Укупан примарни новац	Депозити по виђењу	Орочени динарски депозити	М1	М2	М3	Девизне резерве НБС у мил. евра	Девизне резерве банака у мил. евра
(износ у милионима динара)											
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2000	10,933	7,931	19,013	34,026	16,093	5,868	27,026	32,894	65,204	-	-
2001	25,266	16,256	41,643	58,052	32,967	9,864	58,233	68,097	125,414	-	-
2002	43,719	25,732	69,543	101,908	50,096	17,081	93,815	110,896	191,491	2,186	678
2003	42,979	27,947	72,267	115,430	56,324	25,591	99,303	124,894	244,731	2,836	669
2004	45,165	32,092	82,383	147,948	66,093	34,951	111,258	146,209	322,876	3,104	595
2005	53,650	40,703	100,341	247,808	91,299	47,231	144,949	192,180	458,870	4,922	547
2006	68,461	65,463	143,409	396,972	131,629	78,876	200,090	278,966	634,470	9,020	518
2007	77,000	82,076	169,020	439,172	171,873	141,612	248,873	390,485	903,871	9,634	1,222
2008	90,075	218,857	319,781	514,125	150,669	154,281	240,744	395,025	992,151	8,162	920
2009	95,519	151,030	254,268	533,776	162,908	178,341	258,427	436,768	1,205,570	10,602	1,425
2010	91,750	87,412	188,161	537,338	161,536	157,209	253,286	410,495	1,360,777	10,002	1,684
2011	114,190	104,625	227,067	607,722	179,504	194,220	293,694	487,914	1,500,444	12,058	809
2012	110,547	185,593	308,756	627,088	198,152	172,019	308,699	480,717	1,641,804	10,915	1,057
2013	122,440	199,879	344,459	642,625	266,204	161,340	388,644	549,984	1,719,273	11,189	913

Извор: НБС, 2014.⁸²

Карактеристично за прву половину 2000-тих година јесте да су се монетарни органи базирали на циљању монетарних агрегата, које се заснивало на циљевима економске политике и релевантним претпоставкама о макроекономском окружењу. Међутим, насупрот тој монетарној стратегији базираној на циљању монетарних агрегата, у наредном периоду, односно у другој половини 2000-тих година па до данас, прешло се на нову стратегију монетарне политике која се базира на режиму циљања инфлације.

„Од септембра 2006. године, Народна банка Србије (НБС) свој основни уставни мандат – одржавањем ценовне стабилности – испуњаваће у оквирима дефинисаног инфлаторног коридора уз коришћење референтне каматне стопе као основног инструмента и осталих мера монетарне политике као помоћног инструментаријума. Ове циљеве НБС утврђиваће након

⁸² Народна банка Србије (2014) *Статистички билтен*, стр.17., http://www.nbs.rs/static/nbs_site/gen/latinica/90/statisticki/sb_01_14.pdf, датум увида: 16.03.2014.

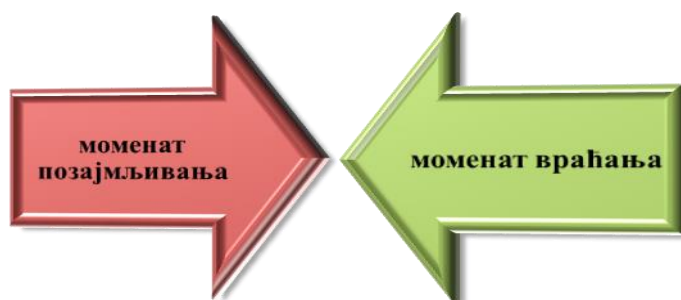
консултација са Владом Републике Србије. Први циљ односи се на «базну инфлацију» и дефинисан је у следећем интервалу: децембар 2006: 7–9%...⁸³ (НБС , Меморандум НБС о принципима новог оквира монетарне политике, 2006)

Новим начином постизања макроекономске стабилности, тежило се стабилности цена, која ће само помоћи сегменту инвестирања, штедње и позитивно утицати на понашање различитих учесника у економском животу.

Сходно томе да смо рекли да је тржиште новца скуп свих новчаних трансакција које су проистекле из познатог односа понуде и тражње краткорочних финансијских средстава и претходно приказаним монетарним агрегатима, може се рећи да тржиште новца интегрише понуду и тражњу, финансијских ресурса, финансијских инструмената и финансијских трансакција између становништва, предузећа, финансијских институција, централне банке и државе. Због тога, тржиште новца има велики значај за субјекте који располажу са вишком слободних новчаних средстава, односно суфицитне економске субјекте, и за субјекте којима је неопходно да за што краћи временски период дођу до финансијских средстава. У овом случају постоје два правца:

- смер од суфицитних економских субјеката ка дефицитним економским субјектима—**моменат позајмљивања**, а затим обрнута ситуација,
- смер од дефицитних економских субјеката ка суфицитним економским субјектима—**моменат враћања**

Слика 4.2. Два правца кретања финансијских средстава



Извор: скица аутор

⁸³ Народна банка Србије (2006), *Меморандум НБС о принципима новог оквира монетарне политике*, http://www.nbs.rs/export/sites/default/internet/latinica/30/memorandum_novi_okvir_mon_pol_05092006.pdf, датум увида: 2.05.2014.

Значај ових новчаних трансакција је трострук:

- ✓ *Прво*, новчана маса се не повећава, што је битно за стабилност новца;
- ✓ *Други*, са истом количином новца у оптицају се обави више плаћања, трансакције и прави се већи промет производа и услуга, што је врло битно за пословање и развој привреде
- ✓ *Треће*, расположиви ликвидни новац постаје ефикаснији, брже се креће, већи је коефицијент обрта новчане масе.

4.1. Функције новца

Новац као средство које својим циркулисањем, током свог историјског развитка, повезује монетарну и реалну сферу привреде, односно представља средство размене, средство богаћења економских субјеката, заинтересовало је државу, својим фазама развоја и облицима, улогом и функцијама у једној привреди. С развитком новца интересовање државе се повећавало, па га је постепено држава подвргла својој контроли⁸⁴. Данас, као што знамо, целокупни новчани систем јесте под контролом државе.

❖ Прва функција се односи на новац као средство плаћања

Учесници на тржишту новца требају прихватити одређени новац у међусобном промету производа и услуга, како би новац имао функцију средства плаћања. Ово је његова најважнија функција.

Један субјект на тржишту новца може за свој новац купити и платити производе и услуге које жели, а да при том продавац са добијеним новцем може радити по својој вољи. Он може даље уложити у неке друге производе и услуге за своје личне потребе или уложити у проширење репродукционог процеса, чиме ће новац поновно користити као средство плаћања.

⁸⁴ Бингулац, М., Јовановић, М., Крстић, Б. (2003) *Монетарне и јавне финансије*, Мегатренд универзитет примењених наука, Београд, стр. 37.

Дакле, ако с једне стране постоји чињеница да се новац посматра као средство размене, а с друге стране постоји чињеница да се роба размењује за новац, а новац за робу, процес размене ће се одвијати иако не постоји коинциденција жеља обе стране. Новац је обртно средство и константно кружи у репродукционом циклусу. Овај репродукциони циклус у коме новац има функцију средства плаћања, може се приказати путем шаблона:

$$N 1... - ... R1 ... - ... N 2 ... - ...R2 ... - ... N 3 ...$$

❖ Друга функција се огледа у новцу као средству очувања ликвидности

Неопходна је здрава пословна политика економских субјеката како би обезбедили ефикасну производњу, односно задовољили економски принцип продуктивности, ниске трошкове пословања, односно били економични, максимизирали пословни резултат и тиме задовољили принцип рентабилности, и на крају располагали са довољно новчаних средстава како би били ликвидни. Ликвидност подразумева платежну способност економских субјеката да на одређени дан обезбеди покриће доспелих обавеза ликвидним средствима⁸⁵.

Пођимо од чињенице да потрошња није ограничена количином готовог новца, већ ликвидношћу одређених економских субјеката. Као што је већ споменуто, новац обухвата и разне облике финансијске активе за коју можемо рећи да је ликвидна тј. да се за кратак временски период може претворити у готов новац. Свакако новац је најликвиднија имовина и нема потребе претварати га у неки други облик уколико се жели купити нешто. Ликвидност постоји уколико постоји равнотежа између новчаних средстава и доспелих обавеза, односно извора средстава. Изражава се коефицијентом:

$$K = \frac{\text{новчана средства}}{\text{доспеле обавезе}}$$

❖ Трећа функција се огледа у новцу као обрачунском средству

Новац се користи као јединица обрачуна, односно као начин мерења вредности производа и услуга. Новцем можемо мерити вредност одређених ствари. Како би

⁸⁵ Николић, М., Маленовић, Н., Покрајчић, Д., Пауновић, Б. (2003) *Економика предузећа*, Економски факултет у Београду, Београд, стр. 364.

произвођачи и потрошачи доносили рационалне одлуке ⁸⁶, они морају бити упознати и са пропорцијама у којима се неки производ налази у односу на остале производе. Можемо кроз пример⁸⁷ сагледати значај функције новца као обрачунског средства. Уколико имамо четири производа: производ А, производ Б, производ В и производ Г. Под претпоставком да немамо новац као обрачунско средство, вредност ових производа се може једино сазнати уколико их поставимо у разменски однос, односно у шест различитих пропорција:

Слика 4.3. Утврђивање вредности производа кроз пропорције

Производ А са производом Б	Производ Б са производом В
Производ А са производом В	Производ Б са производом Г
Производ А са производом Г	Производ В са производом Г

Извор: скица аутора

У прва три случаја разменског односа можемо одредити вредност производа Б, В и Г на основу вредности производа А. Оште посматрано, када имамо већи број оваквих комбинација разменских односа или ти N производа, мора се сазнати $(N-1)N/2$ пропорција размене⁸⁸. Овај пример нам јасно даје до знања колико је значајна улога новца као средства размене, односно колико је битна његова функција

⁸⁶ *Рационални избор и одлука потрошача* подразумева способност потрошача да своје приходе троше у складу са својим индивидуалним преференцијама (жељама, потребама, склоностима) уз максимизирање сопствене корисности. Теорија избора потрошача је примена принципа рационалног избора потрошача, а ова теорија се заснива на мергиналној теорији корисности. *Рационални избор и одлука произвођача* подразумева способност произвођача да током свог производног процеса, током процеса стварања понуде максимизира профит, а минимизира трошкове. Избор произвођача се базира на тзв.оптимизацији трошкова производње.

⁸⁷ Пример обрађен на основу: Јосифидис, К., Ђукић, Ђ. (1994) *Макроекономија*, Футура публикације, Нови Сад, стр. 184.

⁸⁸ Израз у бројиоцу проистиче из тога што је пропорција размене дате робе са њом једнака јединици. За сваку $N-1$ роба морамо сазнати разменски однос са било којом робом, тако да се добија $(N-1)N$ пропорција размене. Добијени број се дели са два, јер се разменски однос, односи на две робе.- Јосифидис, К., Ђукић, Ђ. (1994) *Макроекономија*, Футура публикације, Нови Сад, стр. 184.

обрачунског средства. Штеди се доста енергије и времена, које је данас изузетно смањено.

Економски субјекти користе новац да искажу своје финансијске резултате, добитке или губитке, кућни буџет, трошкове, али исто тако уз помоћ различитих валута могу упоређивати вредност производа и услуга са неким другим економским субјектима и ван своје земље. Такође, новац изражен је кроз одређену монетарну јединицу (у Србији путем динара, у САД путем долара, у Немачкој путем евра, у Јапану путем јена, у Великој Британији путем британске фунте и сл.), путем основне улоге девизног курса испуњава и своју функцију обрачунског средства. Наиме, да нема новца у функцији јединице обрачуна, не би се могла извршити конверзија вредности економских трансакција између субјеката различитих земаља из једне валуте у другу приликом међународних плаћања.

❖ Четврта функција се огледа у новцу као средству акумулирања вредности

Новац има функцију чувања вредности, пошто је он средство којим чувамо куповну моћ током времена, за неку будућу потрошњу (интертемпоралну). Повлачењем новца из робног промета настаје ова посебна функција новца. Неки тај новац зову благом, а неки процесом тезаурације новца (што је већ поменуто). Акумулирана новчана средства могу бити у два облика:

- ❖ у *реалном облику* средстава што подразумева залихе потрошних добара – куће, аутомобиле, машине, антиквитете и остала материјална средства;
- ❖ у *финансијском облику*, што подразумева одређену количину новца, акција, обвезница или било која финансијска потраживања.

Ова функција очувања вредности је уско повезана са функцијом која се огледа у новцу као средству очувања ликвидности. Ликвидност је неопходна. Може се догодити да одређени шокови погоде привреду, што ће се одразити на очување, односно неочување вредности. На пример, инфлација, односно пораст општег нивоа цена, може утицати на промену вредности сачуваних новчаних средстава или ти блага. У тој ситуацији поставља се питање, да ли је боље акумулирати богатство у реалном или финансијском облику.

~ ~ ~

Оснивач Мајкрософта, амерички бизнисмен Бил Гејтс, према Форбес магазину, има титулу најбогатијег човека на свету. Након пада на листи овог магазина успео је да се врати на прво место са богатством које се процењује на 76 милијарди долара. Импресивно је што је оснивач Мајкрософта успео да за 12 месеци своје богатство увећа (акумулира) за приближно 9 милијарди долара. (Economy.rs, 5.03.2014)

Субјекти на тржишту новца, а и једноставно речено, становништво једне привреде, више имају тежње ка финансијском облику. Уколико се акумулација вредности врши у новцу, то ће у неком датом моменту, знатно смањити трансакционе трошкове новца. С обзиром да је новац опште прихваћено средство размене, може се врло лако у неком разменском односу (промету) конвертовати у неку робу или услуге. То са реалним обликом акумулирања вредности не можемо рећи, пошто конверзија неких залиха потрошних добара захтева потрошњу одређеног времена, а и додатног новца, тј. захтева знатне трансакционе трошкове. Други разлог држања акумулираног богатства у финансијском облику, а не реалном, јесте и тај што новац има релативно стабилну вредност у односу на залихе потрошних добара (на пример) које могу изгубити на вредности током времена. Одговор на претходно постављено питање би било: да, боље је акумулирати богатство у финансијском облику, али до одређеног момента. Општи пораст цена, односно инфлаторно оптерећење привреде наводи становништво да потисну новац као средство акумулације богатства и да прибегну реалним облицима.

Централне банке неких региона у свету, попут Европске централне банке додељују истакнуто место улози и функцији новца у својој монетарној стратегији. Наиме, у вођењу монетарне политике имају два основна стуба⁸⁹:

- **Први стуб** се односи на економску анализу, којом оцењују краткорочне до средњорочне детерминанте развоја цена, а која се односи на широк хоризонт односа понуде у тражње робе и услуга и утицаја разних тржишних фактора.

⁸⁹ Woodford, M. (2007) *How Important is Money in the Conduct of Monetary Policy?*“, National Bureau of Economic Research (NBER) Working Paper No.13325, <http://www.nber.org/papers/w13325>

- **Други стуб** се односи на прогнозирање средњерочних до дугорочних изгледа за повећање инфлационих протисака, које се ослања на сагледавање дугорочне везе између новца и цена.

Дакле, Европска централна банка поклања велику пажњу новцу као средству плаћања, за разлику од Федералних резерви које додељују мали значај новцу, иако иза себе имају дешавања која многим служе за пример како не треба функционисати на финансијском тржишту.

4.2. Квантитативна теорија новца

Како је у претходном делу било речи о функцији и облику новца, и на почетку рада речи о супротстављеним мишљењима кејнзијанаца и монетариста по питању кретања новчане масе у репродукционом процесу и њега као детерминанте кретања цена и инфлационих процеса, као и детерминанте одређивања равнотежног стања тражње новца и емитоване количине новца, неизбежно је посветити пажњу *квантитативној теорији новца*⁹⁰.

Теорија вуче корене од времена класика попут Џон Стјуарт Мила, Д. Рикарда који су поставили основну тезу квантитативне теорије новца, а то је да је укупна маса новца у оптицају M , једнака укупној вредности економских трансакција извршених тим новцем, односно укупној вредности одређене количине робе Q_v , купљене по одређеним ценама P , што се може изразити формулом $M = Q_v \times P$. Модификована варијанта формуле и ове теорије је уследила од стране Ирвинга Фишера, који је унео нове елементе попут: масе новца M , нивоа цена P , брзине оптицаја новца V , обима економских трансакција T , тако да формула гласи $M \times V = P \times T$.

Касније, представници Кембричке школе политичке економије, Маршал, Пигу, Кејнс, Робертсон и други, унели су јоше један битан елемент k - реципрочну вредност брзине оптицаја новца. Маршал је сматрао да брзина новца има пресудни утицај на однос утрошеног и неутрошеног дела дохотка, при чему следи формула $k = I / V$.

⁹⁰ Део о квантитативној теорији новца написан уз помоћ: Бингулац, З., Јовановић, М., Крстић, Б. (2003) *Монетарне и јавне финансије*, Мегатренд универзитет примењених наука, Београд, стр. 54

Дакле, коефицијент k је обрнуто пропорционална брзини оптицаја новца V , што значи следеће:

- Већа брзина оптицаја новца > мањи коефицијент k
- Мања брзина оптицаја новца < већи коефицијент k .

У овом случају, формула добија нов елемент и гласи $M = P \times k \times Qv$, што значи да маса новца представља производ општег нивоа цена свих роба и реципрочне вредности брзине оптицаја новца.

Касније, Кејнс је тежио да уведе неки додатни елемент и употпуни квантитативну теорију новца, а такође и Фридман, који је започео нову теорију новца. Поређећи схватања ова два теоретичара могу се видети супротстављени ставови по различитим питањима.

Првенствено, Кејнс као детерминанту функционисања монетарног система види доходак и употребу дохотка, док Фридман детерминанту функционисања монетарног система види кроз величину и структуру имовине појединаца. Дакле, с једне стране постоји имовински приступ монетарној теорији, а с друге стране доходни приступ монетарној теорији. Највећа разлика између ова два теоретичара, или између ова два приступа монетарним феноменима, јесте по питању улоге новчане масе у репродукционом ланцу, што доводи у питање различите приступе по питању ефикасног дејства мера економске политике, независности основног монетарног органа-централне банке, ефеката мера и инструмената економске политике, што се може видети на слици 4.4.⁹¹

Слика 4.4. Паралела имовинског и доходног приступа монетарној теорији

Милтон Фридман – <i>имовински приступ</i>	Џон М. Кејнс – <i>доходни приступ</i>
<i>Шта је детерминанта кретања цена и инфлације?</i>	
<i>Кретање новчане масе је одређујућа детерминанта кретања цена и самим тим и основни фактор инфлационих процеса.</i>	<i>Кретање новчане масе није одређујућа детерминанта кретања цена и инфлационог процеса, већ узроци <i>немонетарне природе</i>, као што су кретање надница, дефицит буџета и слично.</i>
<i>Каква је улога централне банке и које мере економске политике имају примарно место?</i>	

⁹¹ Приказ уз помоћ: Бингулац,З., Јовановић,М., Крстић,Б. (2003) *Монетарне и јавне финансије*, Мегатренд унивезитет примењених наука, Београд, стр. 52-55

Признаје се искључиво дејство централне банке путем мера и инструмената <i>монетарне политике</i> .	Централна банка уз помоћ мера и инструмената монетарне политике није у стању да обезбеди оптимално кретање новчане масе, већ може само да регулише каматне стопу, док се у први план истичу мере и инструменти <i>фискалне политике и политике надница</i> .
<i>Тражња новца као детерминанта</i>	
Тражња за новцем представља <i>жељу да се одређена реална количина новца држи као део имовине</i> .	Тражња за новцем је <i>детерминанта каматне стопе</i> .
<i>Како долази до усклађивања тражње са емитованом количином новца?</i>	
Уколико је тражња за новцем мања од постојеће количине новца, појединац покушава да се ослободи вишка новца и подстиче се тражња робе и услуга, па самим тим и цена.	Уз помоћ кретања вредности каматне стопе утиче се на инвестиције, цене, запосленост, обим производње и слично.

Извор: скица аутора

Дакле, Фридман полази од тога да је суштина савремене квантитативне теорије новца уствари тражња новца и да постоји неоспорна веза између кретања количине новца и кретања цена. Његов угао посматрања јесте да се новац може наћи у различитим облицима, почев од облика потраживања, обвезница, акција, физичких добара, људског капитала, а да при томе није битно колико појединац има новца, већ је битно колико се од одређеног облика имовине може добити принос. Значи, сваки појединац ће желети да у свом власништву има имовину која ће му у будућности обезбедити већи потенцијални принос.

~ ~ ~

„Стога када говоримо о тражњи новца, ми, уствари говоримо о тражњи реалних средстава у смислу моћи располагања и контроле над добрима и услугама, а не говоримо о номиналним средствима“

Милтон Фридман, 1973.⁹²

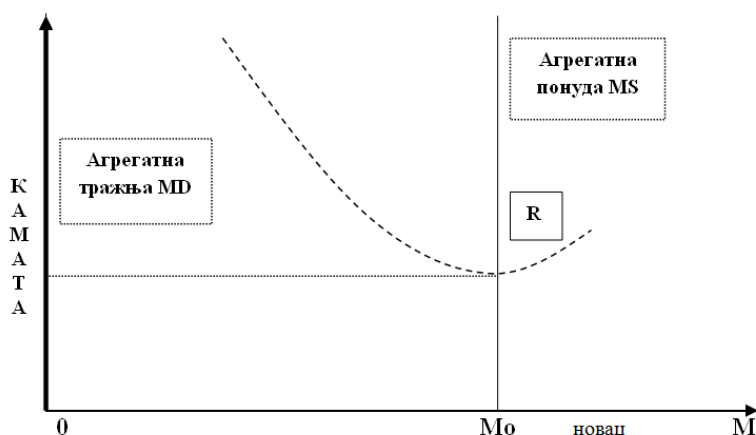
⁹² Милтон Фридман (1973) *Теорија новца и монетарна политика*, Рад, Београд, стр 8.; преузето од: Бингулац,З., Јовановић,М., Крстић,Б. (2003) *Монетарне и јавне финансије*, Мегатренд универзитет примењених наука, Београд, стр.54

4.3. Тражња и понуда новца

Понуда новца која потиче од стране националне централне банке и банкарског система на једној страни, и тражња новца која зависи од трансакција производа и услуга у привреди на другој страни, јесу два најбитнија чиниоца постојања тражишта новца.

Сваки поједини субјект у привреди, становништво, предузећа и држава поседују одређену суму новца како би са њим могли располагати, зависно од склоности ка потрошњи или штедњи и наравно нееластичности њихових потреба. Тај маса новца се назива **тражња новца**. Један део тражње увек заузима свој ликвидни облик, чиме се обезбеђује одређени ниво сталне текуће ликвидности.

Слика 4.5. Агрегатна понуда и тражња новца



Извор: скица аутора

Што се тиче **понуде новца**, она зависи од адекватног функционисања централне банке и читавог банкарског система. Зависно од емисионих канала и мера и инструмената монетарног регулисања, постојаће на тржишту већа или мања маса примарног. Уз помоћ операција на отвореном тржишту, есконтне стопе, реесконта, одређеног нивоа резерви ликвидности, као и нивоа обавезних резерви пословних банака код централне банке и других монетарних инструмената, централна банка обезбеђује довољну количину примарног новца. Банкарски систем је задужен за обезбеђење секундарног депозитног новца. Значи, на страни понуде на тржишту новца примарни новац обезбеђен је од стране централне банке, док је секундарни новац обезбеђен од стране банкарског система. Али, комплетно управљање и контролу над укупном понудом новца има један јединствени орган, тј. централна банка.

~ ~ ~

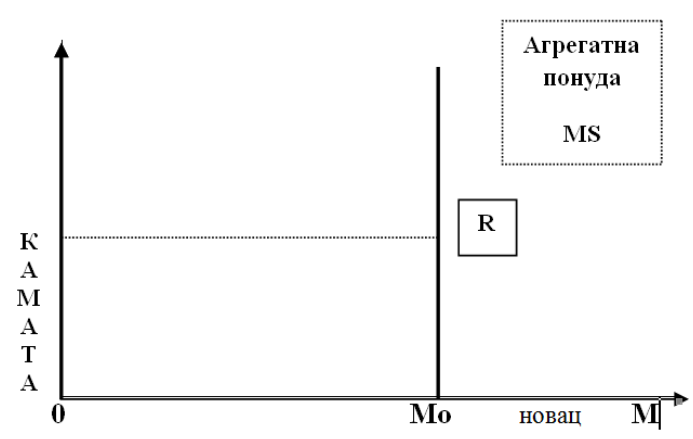
У прошлости су се водиле дебате око степена независности централне банке. У регулативи Европске уније предвиђено је да независност централне банке значи:

- да као основни циљ има очување ценовне стабилност,
- да мандатни период гувернера буде дужи од мандатног периода владе (мин.5 год.)
- да у законодавству постоји експлицитно наведено да централна банка не тражи и не прима инструкције од владе,
- да постоји забрана кредитирања владе и куповина владиних ХОВ,
- забрана постојања конфликта интереса гувернера, чланова монетарног савета и осталих руководилаца централне банке. (Јакшић, М., Фабрис, Н., Прашчевић, А. (2008) Основи макроекономије-примери, Економски факултет, Београд, стр.186)

4.3.1. Агрегатна понуда новца

Агрегатном понудом новца подразумева се укупна новчана маса којом се може располагати на тржишту новца и она зависи од адекватног функционисања централне банке и читавог банкарског система. Зависно од емисионих канала и мера и инструмената монетарног регулисања, постојаће на тржишту већа или мања маса примарног и секундарног новца.

Слика 4.6. Агрегатна понуда новца



Извор: скица аутора

Укупна новчана маса обухвата различите ставке. Већ смо напоменули, да је било веома тешко усагласити које су то мере понуђене новчане масе. На основу претходног приказа монетарних агрегата по концепту Система федералних резерви –

ФЕД, може се закључити да су новчани агрегати М-1 и М-2, агрегати који дефинишу новац у ужем смислу, док остали агрегати М-3, М-4..., јесу новчани агрегати који проширују дефиницију новца. Прва, ужа група новчаних агрегата се користи углавном за трансакционе потребе, док се друга група користи за широк спектар финансијске имовине, од којих се многи могу супституисати⁹³. Посматрајући концепт монетарних агрегата, можемо једноствено дефинисати новац као збир готовине и депозита по виђењу, што одговара монетарном агрегату М-1⁹⁴. Но, ако бисмо желели ширу дефиницију новца, онда би већ могли сабрати монетарне агрегате (М-1 + М-2 + М-3 +..)

Дакле, понуда новца, односно укупна маса новца на тржишту јесте производ примарног новца који долази од стране централне банке и секундарног новца који долази од стране банкарског система, односно понуда новца јесте резултат примарног новца и монетарног мултипликатора чије понашање је повезано са банкарским и небанкарским субјектима.

Укупна понуда новца

=

функционисање централне банке + функционисање банкарског система

односно,

Укупна новчана маса = примарни новац (мултипликован) + секундарни новац

Примарни новац јесу новчана средства које емитује централна банка, што значи издавање готовог новца и новчаница. Право на емитовање готовог новца и новчаница има само централна банка, што је једна од њених уобичајених функција, али је и главна функција. Емисија новца примарног новца спроводи се на више различитих начина⁹⁵:

- одобравањем кредита банкама,

⁹³ Јакшић, М. (1999) *Економија*, Пословна школа „Мегатренд“, Београд, стр. 232.

⁹⁴ Mishkin, F.S. (2010) *Економија новца, банкарства и финансијских тржишта*, Мате Загареб, стр. 351.

⁹⁵ Цветановић, С., Ђорђевић, М., Царић, М. (2008) *Економија*, Факултет за економију и инжењерски менаџмент, Нови Сад, стр. 135.

- одобравањем кредита за одржавање одређеног нивоа ликвидности,
- одобравањем кредита држави на основу откупа државних вредносних папира (државних облигација),
- откупом девиза и слично.

~ ~ ~

Societe Generale банка је 2012. године емитовала трогодишње динарске обвезнице, прве такве врсте у Србији, са циљем да се омогући банци да има значајније финансирање дугорочних динарских кредита. Емитоване обвезнице у укупном износу од 1,7 милијарди динара (1.7000.000 обвезница номиналне вредности 1.000 динара), а тражња инвеститора је била 2,8 милијарди, што је 167,2% понуђене емисије. (Наслови.нет, Екапија, 04.05.2012)

Дакле, одобравање кредита банкама или држави, уствари представља емисију примарног новца, док укупна новчана маса акумулира се захваљујући већем броју разноврсних финансијских трансакција, чиме се у банкарском систему даље формира **секундарни новац**. Банкарске и небанкарске институције се могу јавити у облику даваоца и примаоца новчаних средстава. Банке се јављају као даваоци средстава у случају креирања новца, док се као примаоци јављају у случају повлачења новца. Супротна ситуација је код небанкарских институција. Давање средстава, од стране банака, небанкарским институцијама темељи се на претходном прикупљању средстава од небанкарских привредних субјеката или на средствима добијеним од централне банке⁹⁶, односно примарном облику новца.

Из приложеног се може видети, да је примарни новац монетарна база, основа за даље умножавање и увећавање новчане масе на тржишту и у привреди. Циркулисање и акумулирање новчаних средстава кроз разне финансијске трансакције покреће ефекат мултипликатора, односно монетарни мултипликатор⁹⁷.

Међутим, ситуација у пракси је углавном супротна из разлога што је монетарни мултипликатор веома сложена и врло тешко предвидива променљива на коју делују фактори који су ендемог карактера и на чије деловање централна банка нема снагу непосредног деловања. Највећи број фактора који одређују величину и понашање монетарног мултипликатора у једној привреди је повезан са природом функционисања

⁹⁶ Исто, стр. 136.

⁹⁷ Број који се множи са примарним новцем да би се израчунала укупна новчана маса

банкарских и небанкарских економских субјеката у сложеним монетарним процесима (централна банка, пословне банке и небанкарски економски субјекти) ⁹⁸.

Дакле, средства која пословне банке добијају од централне банке, односно примарни новац за резултат има креирање одређене понуђене количине новца, тј. понуду новца. За потребе контролисања монетарних ефеката и контроле укупне новчане масе на тржишту од стране централне банке, неопходно је познавати монетарни мултипликатор. Ако поменуте варијабле обележимо на следећи начин,

- монетарни мултипликатор - **ММ**,
- примерни новац - **Мо**
- понуду новца - **РМ**,

однос количине новца и примарног новца можемо приказати путем једначине:

$$MM = \frac{PM}{MO}$$

из које можемо извести начин добијања укупне новчане масе у оптицају на тржишту новца. Пошто монетарни мултипликатор показује колико се пута новчана маса умножава, тј. увећава и пошто представља број који се множи са примарним новцем, путем наредне једначине можемо видети како се израчунава укупна новчана маса:

$$PM = MM \times Mo$$

Закључујемо да су понуда новац и количина примарног новца директно пропорционалне економске величине, као и понуда новца са монетарним мултипликатором који синтетизује понашање становништва и банака у погледу креирања тражње за примарним новцем⁹⁹.

4.3.2. Агрегатна тражња новца

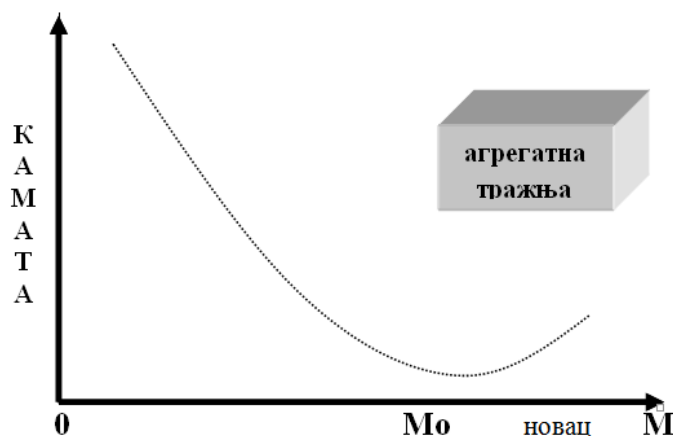
Тражња за новцем представља новчани износ којим располаже становништво, појединац и предузеће. Првенствени разлог држања новчаних средстава јесте управо

⁹⁸ Цветановић, С., Ђорђевић, М., Царић, М. (2008) *Економија*, Факултет за економију и инжењерски менаџмент, Нови Сад, стр. 136.

⁹⁹ Јосифидис, К., Ђукић, Ђ. (1994) *Макроекономија*, Футура публикације, Нови Сад, стр. 200.

обезбеђење одређеног нивоа ликвидности, како би имали за одређене трансакције у датом моменту. Дакле, можемо рећи да постоји трансакциони мотив држања новца, односно људи имају жељу да располажу са довољно новчане масе за свакодневне трансакције, тј. куповину производа и услуга и слично.

Слика 4.7. Агрегатна тражња новца



Извор: скица аутор

Анализирајући мотив држања новца од стране појединца, становништва или предузећа, може се поћи од познате SWOT анализе, која подразумева снаге, слабости, могућности и опасности које карактеришу одређеног економског субјекта и његово окружење. Свакако, да би предузеће повећало своју снагу, а неутралисало своје слабости, тежиће да ојача свој новчани капацитет и на тај начин обезбеди већи ниво ликвидности. Већа тражња за новцем може бити резултат указаних могућности на тржишту, па да их предузеће не би пропустило мора имати на располагању одређена ликвидна средства. Такође, већа новчана маса у ликвидном облику је увек добродошла у неким непредвидивим ситуацијама на тржишту. Како не би дошли у ситуацију позајмљивања, односно подизања кредита (што је такође облик повећања тражње за новцем), значајно је да се у тим неочекиваним ситуацијама предузеће може ослонити на сопствена новчана средства.

Дакле, мотиве повећања тражње новца можемо свести на:

- 1) Мотив акумулирања снаге субјекта
- 2) Мотив неутралисања слабости субјекта

- 3) Мотив коришћења указаних могућности на тржишту
- 4) Мотив спремности и избегавања опасности из окружења

Кејнс је напустио класичан поглед да је брзина оптицаја константна и развио теорију тражње за новцем која је нагласила важност каматне стопе. Кроз своју теорију тражње за новцем, коју је назвао Теорија преференције ликвидности, Кејнс поставља следеће питање: „*Зашто појединци држе новац?*“¹⁰⁰. По њему постоје следећа три образложена мотива.

Транскациони мотив настаје када људи желе да располажу са довољно новчане масе за свакодневне трансакције, тј. куповину производа и услуга. Просто сваки појединац жели да има одређени ниво ликвидних средстава код себе, како би имао за задовољење својих потреба и жеља. Међутим, треба имати у виду да свако држање новца, значи губитак на некој другој страни. Уколико појединац задржава одређену суму новца зарад неких трансакција, губи могућност зараде по основу камате. Значи, пред појединца се ставља потреба за доношењем рационалне одлуке:

- с једне стране, државање новца због будућих трансакција,
- с друге стране, губитак зараде по основу камате и,
- с треће стране, можемо споменути нелагодност због држања недовољне суме новца у рукама.

На коју страну превагнути са одлуком, зависиће искључиво од користи коју сам појединац сматра да има од одређене опције. С обзиром да је овде тема транскациони мотив, претпоставимо да се појединац определи за држање одређене новчане масе зарад неке будуће трансакције. У том случају, губи шансу, могућност зараде од камате. То се назива у економији опортунитетни трошак¹⁰¹.

¹⁰⁰ Mishkin, F.S. (2010) *Економија новца, банкарства и финансијских тржишта*, Мате Загареб, стр. 497.

¹⁰¹ У пословању имамо имплицитне и експлицитне трошкове. Експлицитни трошкови јесу трошкови инпута који предузећу намећу неки новчани издатак. Насупрот њему, постоји имплицитни трошак, који представља трошак који предузећу не намеће новчани издатак (Mankiw, G. (2007) *Принципи економије*, Економски факултет, Београд, стр. 271.). Један имплицитни трошак јесте опортунитетни трошак који представља трошак који настаје због одрицања од одређеног обима производње једног добра, да би произвели одређени обим неког другог добра.

Мотив предострожности произилази из трансакционог мотива. Појединци ће пожелети да располажу са довољно новчане масе за свакодневне трансакције, али ће поред тога тежити и да имају одређена средства за непредвидиве ситуације. У случају мотива предострожности, такође треба имати у виду опортунитетни трошак који настаје због губитка камате. С једне стране имамо трошак због пропуштања зараде по основу камате, а с друге стране добијамо мању вероватноћу неликвидности у одређеном тренутку. У овој дилеми, појединци се пре одлучују за што више ликвидне готовине¹⁰².

Шпекулативни мотив отвара врата за новац као имовину. Претходна два мотива, трансакциони и мотив предострожности, посматрали су новац као средство размене, док код овог мотива појединци теже очувању вредности новца, али кроз различите облике активе. Кејнс је тада заузео став да појединци новац држе само као средство очувања вредности и то је шпекулативни мотив повећања тражње¹⁰³. У овом случају појединци део богатства чувају у облику који је високо ризичан, али доноси висок принос. С друге стране, њихова сигурност јесте у томе што други део свог новца држе у облику који је сигуран, али му је принос мањи.

~ ~ ~

Према анкети спроведеној у Сједињеним Америчким Државама, 2006. године, америчко газдинство, односно домаћинства и предузећа држали су у просеку 1.600 долара у готовини (доларске новчанице и кованице). Множећи то са бројем газдинстава у америчкој привреди (око 110 милиона), то значи да је укупна количина готовине коју америчка газдинства држе била око 170 милијарди долара. Људи су желели да располажу са довољно новчане масе за свакодневне куповине производа и услуга. Просто сваки појединац је желео да има одређени ниво ликвидних средстава код себе, како би имао за задовољење својих потреба и жеља. (Blanchard, O., Макроекономија, Мате, Загреб, 2011, стр. 66)

Економска анализа указује на чињеницу да је тражња за одређеном количином новца осетљива на одређене факторе из окружења, односно дешавања у националној привреди. Тражња за новцем је изузетно осетљива на каматну стопу, али и на одређени

¹⁰² Јакшић, М. (1999) *Економија*, Пословна школа „Мегатренд“, Београд, стр. 231.

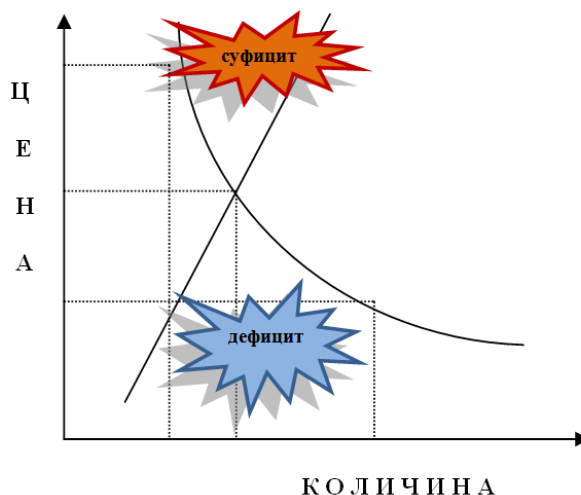
¹⁰³ Mishkin, F.S. (2010) *Економија новца, банкарства и финансијских тржишта*, Мате Загреб, стр. 498.

ниво цена и реални национални доходак. Дакле, три су главна фактора која одређују агрегатну тражњу за новцем ¹⁰⁴:

1. Ниво цена као фактор који одређује агрегатну тражњу за новцем

Намеће се питање, шта се подразумева под нивоом цена? То је цена опште референтне корпе производа и услуга изражена у одређеној валути. Референтна корпа обично обухвата стандардне потрошачке производе попут хране, пића, одеће, свакодневних потрошачких потреба, али и споредне трошкове плаћања, као што су медицинске неге и законске обавезе ¹⁰⁵. Комбинацијом понуде и тражње за новцем долази до формирања одређеног нивоа цена на тржишту. Тржишни механизам, сам по себи, уз помоћ свог главног инструмента – цене, успоставља компромис између понуде и тражње за новцем, односно суфицитних и дефицитних економских субјеката.

Слика 4.8. Тржишни механизам



Извор: скица аутора

Равнотежном ценом се постиже баланс између понуде и тражње за новцем. Међутим, на тржишту се углавном срећемо са ситуацијом неравнотеже, односно или суфицита (вишка) новца или дефицита (мањка) новца. Са општим порастом цена, појединачна домаћинства и предузећа ће своје свакодневне потребе задовољити (ситуација нееластичности тражње новца), али за неке потребе ван тога неће бити у могућности да одвоје део доходака (ситуација еластичности тражње новца). Просто, њихова куповна моћ ће бити смањена. У том случају, њихова тражња за производима и

¹⁰⁴ Krugman, P., Obstfeld, M.(2009) *Међународна економија*, Београд, стр. 355.

¹⁰⁵ Исто, стр. 355.

услугама ће се смањити, али тражња за новцем ће се повећати. Сваки појединац, домаћинство, предузеће ће тежити да у новонасталој ситуацији сачува и обезбеди већу ликвидност или макар онај степен ликвидности коју је имао/ло пре општег пораста нивоа цена.

Супротна, ситуација је са општим смањењем цена. У том сличају, појединац, домаћинство, предузеће располаже са већим делом дохотка који може усмерити на потрошњу или пак на штедњу. Тада, већа је могућност за повећањем степена ликвидности и кроз држање новца.

Треба разликовати чување новца у облику штедње или у облику држања новца.

- Штедња као наменски део дохотка, представља онај део дохотка који остаје субјекту на располагању за неку будућу потенцијалну потрошњу или инвестирање. Једноставно се може рећи да је штедња суздржавање од инвестирања. Штедња новца подразумева део дохотка који није одвојен на потрошњу и који уз одређену каматну стопу (по могућству што вишу), може бити оплођен, односно увећан. Новчана акумулација јесте штедња све док се уштеђена новчана средства не уложе, а када се уложе у неки производни процес постају инвестиција. Ова констатација не важи увек. Разлог томе јесте тај да штедња не мора увек бити део дохотка који ће се у будућности усмерити на инвестирање. Акт штедње је одвојен од акта инвестиција. Управо та одвојеност омогућује да сви неутрошени (уштеђени) делови дохотка не буду усмерени ка инвестицијама. Могу бити усмерени на други облик чувања новца.

- Држање новца подразумева такође, део дохотка који није одвојен за потрошњу, али није ни дат у неку банку, како би уз одређену каматну стопу могао да се оплоди. Овај облик чувања новца се зове тезаурација новца, односно, употреба новца у немонетарне сврхе на тај начин што се новац задржава изван промета. Разлог томе јесте што је појединцима, домаћинствима и предузећима то најлакши начин финансирања свакодневних потрошњи односно задовољавања потреба. Једноставно речено, сваки економски субјект на тржишту тежи да у сваком моменту располаже са ликвидним средствима, а као што знамо најликвидније средство јесте новац.

Неке веће куповине се могу финансирати продајом знатне неликвидне финансијске активе. Колекционар уметничких дела би, на пример, могао да прода

једну од Пикасових слика које поседује да би имао новчаних средстава за куповину некретнине. Међутим, да би домаћинства и предузећа могли да финансирају стални ланац мањих издатака различитих износа и у различитим временским периодима, они морају држати и одређену количину новца, односно ликвидне готовине¹⁰⁶. Дакле, било да је реч о једном или другом облику чувања новца, општи пораст или смањење цена у оквирима националне привреде, односно ниво цена јесте веома битна одредница кретања агрегатна тражње.

2. Каматна стопа као фактор који одређује агрегатну тражњу

Каматна стопа јесте цена једног од фактора производње, капитала, однос цена позајмљивања капитала. Приликом позајмљивања или улагања у одређену финансијску имовину, сваки економски субјект жели да зна колико ће морати да врати за позајмљени новац или колико ће зарадити од инвестиције. Те зараде се називају приноси од инвестирања, а у посебном случају хартија од вредности са фиксном каматом тај принос се назива каматном стопом. Са економске тачке гледишта, каматне стопе или остали приноси су цена позајмљивања неке или узајмљивање од некога.¹⁰⁷

Према општем теоријском концепту камата је цена коришћења кредитних и новчаних ресурса на финансијском тржишту.¹⁰⁸ Основ за камату налази се у финансијским дебалансима тржишних трансактора и њиховим различитим временским преференцијама, односно склоностима према штедњи и потрошњи. Као што је познато, постоје дефицитни и суфицитни финансијски трансактори. Поједини одлажу своју потрошњу за будућност, што се назива интертемпоралном трансакцијом. Њихова одложена потрошња за неки будући период, подразумева шансу за неке дефицитне финансијске трансакторе да задовоље своју склоност ка потрошњи, која је знатно већа него што је њихов доходак с којим располажу. Стога, различита временска склоност трансактора ка потрошњи или штедњи, је контрабалансирана каматом као ценом коришћења новца у одређеном временском периоду.¹⁰⁹

¹⁰⁶ Krugman, P., Obstfeld, M. (2009) *Међународна економија*, Београд, стр. 355.

¹⁰⁷ Самјуелсон, П., Нордхаус Д., В. (2009) *Економија*, Мате, Београд, стр. 505.

¹⁰⁸ Прошић, Д. (2014) Камата и скирвене замке метода обрачуна камате, Банкарство, бр.3, <http://www.ubs-asb.com/Portals/0/Casopis/2014/3/UBS-Bankarstvo-3-2014-Prosic.pdf>, датум увида: 30.07.2014.

¹⁰⁹ Бингулац, З., Јовановић, М., Крстић, Б. (2003) *Монетарне и јавне финансије*, Мегатренд универзитет примењених наука, Београд, стр. 227.

Каматна стопа, као цена позајмљивања новца, обично се рачуна као годишњи проценат на позајмљени износ средстава. Многе каматне стопе зависе од доспећа, ризика, опорезивања и осталих карактеристика оног који позајмљује.¹¹⁰ Функционисање каматне стопе можемо видети кроз пар случајева¹¹¹:

Први случај - Одређени субјект имајући на располагању 500 долара, може одлучити да уложи новац или да га задржи и сачува у готовини, рачунајући на највећи степен ликвидности у том случају. Након одређеног временског периода, уколико појединац нити један део од сачуваног новца, не одвоји на потрошњу, имаће на располагању исту суму новца, односно 500 долара. Овако сачувана готовина (тезаурација новца), односно држање новца ван монетарних токова, не може донети било какав вид зараде, тј. камате.

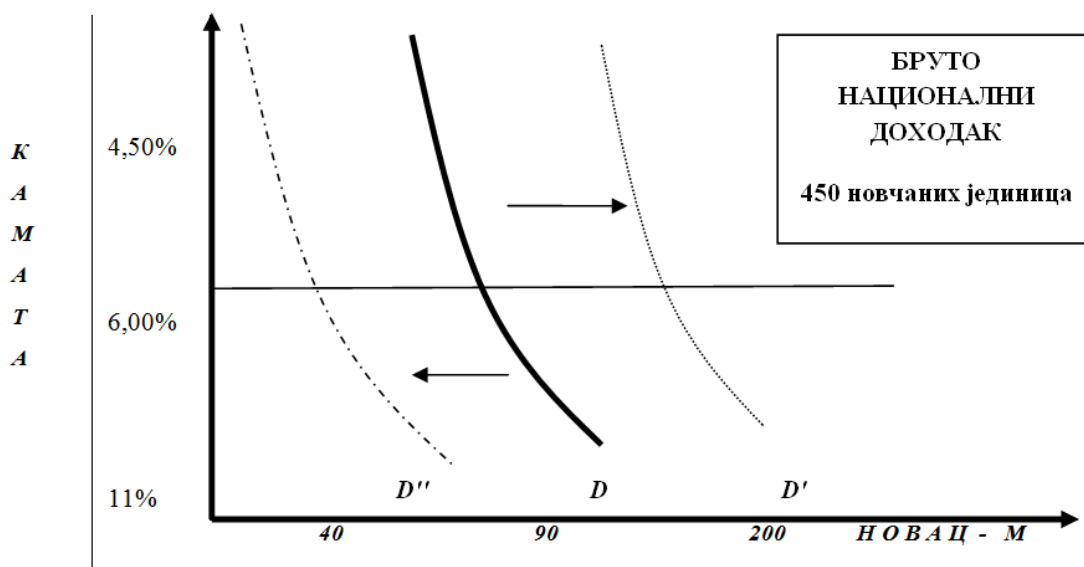
Други случај - уколико одређени појединац има на располагању 2.000 долара и донесе одлуку да их уложи у локалну банку, где је каматна стопа на штедним рачунима 4% годишње. У овом случају немамо задржавање новца ван монетарних токова, али имамо један вид чувања новца. Овакав начин, на крају одређеног временског периода, може донети зараду у виду договорене камате. На крају прве године, банка ће платити 80 долара камате свом клијенту, па ће вредност на његовом рачуну износити 2.080 долара. Почетни новац, капитал појединца се оплодио, односно увећао за 80 долара.

Трећи случај – уколико одређени економски субјект одлучи да инвестира новац у куповину некретнине, чија је цена 100.000 долара, отићи ће до локалне банке и затражити информације о условима кредитирања. Услови су следећи: хипотека на 30 година са фиксном каматном стопом од 5 % годишње. Зајмопрималац ће у овом случају морати да плати 790,79 долара сваког месеца. Уочљиво је да је ово плаћање веће од оног које би платио да се зарачунава само камата. Разлог томе јесте амортизација, односно плаћање за главницу плус камату, износ који је позајмљен, а зајам ће у целости отплатити тек када плати 360 месечних рата.

¹¹⁰ Самјуелсон, П., Нордхаус Д., В. (2009) *Економија*, Мате, Београд, стр. 505.

¹¹¹ Пример обрађен на основу примера: Самјуелсон, П., Нордхаус Д., В. (2009) *Економија*, Мате, Београд, стр. 505–506.

Слика 4.9. Кретање агрегатне тражње за новцем- случај 1



Извор: Миловановић, Царић, 2007.¹¹²

Када имамо случај да је каматна стопа у порасту, то ће утицати на количину новца у оптицају тако што ће изазвати њен пад. Већа каматна стопа дестимулише позајмљивање финансијских средстава и изазива смањење спремности субјеката да инвестирају. Поред тога, повећавају се трошкови држања новца, односно опортунитетни трошкови. Пад количине новца у оптицају због повећање каматне стопе, можемо видети и на слици 4.9, где у овом случају крива тражње за новцем има опадајући нагиб (**D''**). Ако пак, имамо супротан случај, када се каматна стопа смањује, па долази до повећања количине новца у оптицају, онда крива тражње за новцем има растући нагиб, односно на наредној слици крива тражње за новцем се креће у десно (**D'**).

~ ~ ~

Крајем 1980-их година током тзв. Лосоновог процвата (Најџел Лосон, некадашњи министар финансија, а данас пропагира здраву исхрану), велики оптимизам и лак приступ кредитима навели су британске потрошаче да много троше. Лична штедња је доживела колапс, јер су људи куповали шампањце, спортске аутомобиле и куће. Године процвата нису дуго трајале. Када је дошло до повећања инфлације, влада је повећала каматне стопе да би успорила привреду. Цене кућа су опале. Хипотекарни дуг дужника био је већи од вредности њихових кућа. Да би надоместили тај негативан капитал, домаћинства су почетком 1990-тих значајно

¹¹² Приказ аутора уз помоћ: Миловановић, С., Царић, М. (2007) *Макроекономија*, Привредна академија, Нови Сад, стр.

повећала штедњу.

Током 1997. године, британска домаћинства почела су поново дасе задужују, јер су ниске каматне стопе подстицале пораст потрошње, а дошло је и до дуготрајног повећања цена кућа. Током 2004. године, централна банка Велике Британије наводила је да је разлог повећања каматних стопа забринутост у вези са растућим ценама кућа. (Begg D., Fischer S., Dornbusch R., (2010) Економија, Дата Статус, Београд)

С обзиром на мултифункционалност банака, као монетарних, кредитних, депозитних и интермедијарних институција, од великог је значаја адекватно формирање каматних стопа. За банке камата представља цену формирања и пласирања финансијских ресурса. Обавезно се води рачуна о временском периоду формирања и коришћења финансијских ресурса. Банци је битно да каматни приходни ток буде већи од расходног каматног тока. Уколико је ситуација таква, онда је постигнута позитивна каматна разлика, чија стабилност јесте један од принципа каматне политике банке.

Методe формирања камате банке¹¹³:

Усклађивање активних и пасивних каматних стопа (ценовних и трошковних) може се постићи уколико пораст каматних трошкова (пасивних каматних стопа) за мобилизацију додатних финансијских ресурса буде покривен адекватним повећањем каматних прихода од додатних пласмана банака. Банка тежи да прихвати само оне повећане каматне трошкове који се могу покрити из повећаних активних камата на основу додатних пласмана. У исто време то значи да су цене нових пласмана директно везане за трошкове прибављања нових извора средстава, а то са собом повлачи чињеницу да постоји симетрично каматно структурирање активе и пасиве зависно од тржишних кретања. На овај начин долази до усклађивања активних и пасивних каматних стопа.

Одржавање избалансираног обима активе и пасиве осетљиве на промене нивоа каматних стопа - подразумева неутрализацију ефеката тржишних промена каматних стопа на пословање банака. Како потпуна наутрализација није могућа у пракси, онда је циљ банака да се макар делимично неутралишу ефекти промене каматних стопа на перформансе пословања банака. Намеће се питање разлога

¹¹³ Бингулац, З., Јовановић, М., Крстић, Б. (2003) *Монетарне и јавне финансије*, Мегатренд универзитет примењених наука, Београд, стр. 238 - 239.

немогућности потпуне неутрализације. Један од разлога јесте непостојање перфектног финансијског тржишта, а затим и непотпуна адаптивност банака на тржишне флукуације, што са собом повлачи разлоге унутар саме банке, као што је разуђеност структуре биланса банке у погледу рокова доспевања, извора мобилизације и пласмана.

Коришћење заштитних метода од каматног ризика („хедџинг“) – подразумева пројективање нивоа сопствених каматних стопа на основу очекиваног кретања каматних стопа на тржишту. Зависно од прогнозирања и пројектовања, долази до уговарања специјалних финансијских аранжмана и финансијских инструмената за минимизацију каматног ризика. Још неповољнија ситуација би биле различите шпекулативне финансијске трансакције, које се овом методом теже заобићи, јер њихов негативни ефекат, односно ризик, може бити већи од негативних ефеката промене каматане стопе.

Дакле, задовољење принципа и метода каматне политике банке јесу од великог значаја за адекватно спровођење како, монетарне политике, тако и економске политике. Као што је већ помињано циљеви економске политике, односно циљеви макроекономије једне земље, јесу да се одржи макроекономска стабилност кроз раст привредне активности, одржавање одређеног стабилног нивоа цена, као и кроз постизање одређене стопе запослености. Да би се ови циљеви могли достићи, неопходно је адекватно управљати обимом понуде новчане масе, одржавати баланс каматне стопе и водити рачуна о резервама банке.

Како смо монетарни систем дефинисали као један скуп прописа којима се од стране државе дефинишу кључна институционална и организациона питања у вези са новцем, и као скуп мера и инструмената којима се решавају та иста питања, односно налазе институционална и организациона решења, од велике је важности познавати механизме регулисања циркулације новчане масе и његове цене коришћења, као и оквире коришћења монетарне политике, као битне карике у ланцу политика којима се усмеравају привредни токови и постиже макроекономска стабилност.

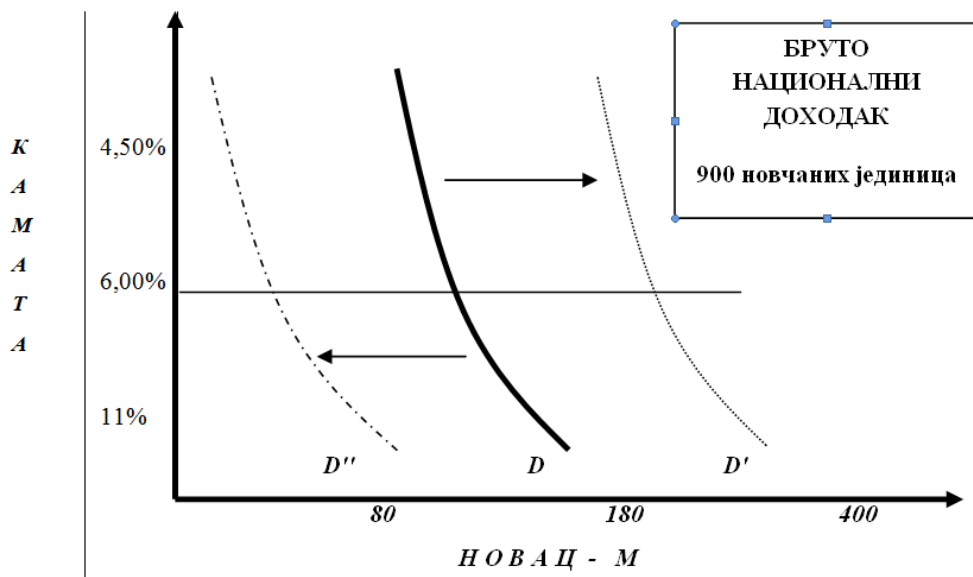
3. Реални национални доходак као фактор који одређује агрегатну тражњу

Реални национални доходак подразумева све производе у услуге, који су произведени на територији једне привреде увећане за нето доходак који је остварен у осталом делу света, односно разлику увоза и извоза производа и услуга. Повећање реалног националног дохотка, подразумева да је у привреди била активна производна и

услугна делатност, односно да су се више производили и продавали производи и услуге. Последица повећане тражње за производима при одређеном нивоу цена, јесте повећана тражња за новцем.

Крива тражње за новцем се такође помера, када долази до промене величине бруто националног дохотка. Уколико претпоставимо да је бруто национални доходак увећан за два пута, са 450 на 900 новчаних јединица, чему узрок може бити раст нивоа цена или обима производње, онда ће доћи до померања криве агрегатне тражње у десно (слика 4.9.), односно навише на ниво D' , у односу на ниво равнотежни ниво D и ниво D'' наниже.

Слика 4.10. Кретање агрегатне тражње за новцем – случај 2



Извор: скица аутора

Посматрајући претходне две слике које пружају приказ кретања тражње за новцем као последиц кретања одређених фактора, односно кретања каматне стопе и бруто националног дохотка, можемо видети да смо при вредности бруто националног дохотка од 450 новчаних јединица и каматне стопе од 4,50 %, имали тражњу за новцем у вредности од 200 новчаних јединица. У другом случају, повећања бруто националног дохотка на 900 новчаних јединица и уз исту каматну стопу од 4,50 %, тражња за новцем се повећала на 400 новчаних јединица.

Такође, приликом повећања каматне стопе од 4,50%, на 11%, при вредности бруто националног дохотка од 450 новчаних јединица, дошло је до смањења тражене

количине новца , и то са 200 на 40 новчаних јединица. Крива агрегатне тражње за новцем је опадајућег нагиба (у лево). При каматној стопи од 11%, а повећању вредности бруто националног дохотка са 450 на 900 новчаних јединица, крива агрегатне тражње се креће навише, односно има растући нагиб. Тражња новчаних јединица се повећала са 40 на 80 јединица новца.

Дакле, одређени ниво цена, бруто националног дохотка и каматне стопе јесу одређујући фактори веће или мање количине новца у оптицају (кретање од Д, ка Д" и ка Д'). Како би најједоставије утврдили колики је обрт новчаних јединица, потребно је дефинисати коефицијент обрта новчане масе, који добијамо односом бруто националног дохотка и количине новца у оптицају.

- коефицијент обрта новчане масе - **К**
- бруто национални доходак - **БНП**
- количина новца у оптицају - **М**

$$K = \frac{\text{БНП}}{M}$$

Ако бисмо посматрали случај где нам је каматна стопа 6%, а бруто национални доходак у вредности од 450 новчаних јединица, тада је количина новца у оптицају 90 јединица, што нас наводи на постављање односа БНП/М, па је коефицијент обрта новчане масе једнак:

$$K = \frac{450}{90} = 5$$

Значи, из једноставног рачуна видимо да је коефицијент обрта 5. Међутим, уколико анализирамо случај где нам каматна стопа већа и то 11%, тада ће коефицијент обрта новчане масе бити другачији:

$$K = \frac{450}{40} = 11,25$$

Дакле, може се јасно видети корелација у односу висине каматне стопе и брзине обрта новца. Зависност коефицијента обрта новца и бруто националног дохотка, можемо приказати такође путем рачуна. Већ смо видели, да је у случају где смо имали вредност бруто националног дохотка 450 новчаних јединица, каматну стопу од 11% и

40 новчаних јединица у оптицају, коефицијент обрта новчане масе једнак броју 11,25. Међутим, ако претпоставимо да је вредност бруто националног дохотка 900 новчаних јединица, уз исту каматну стопу од 11 %, и 80 новчаних јединица у оптицају, коефицијент обрта новца ће бити такође 11,25.

$$K = \frac{900}{80} = 11,5$$

Закључујемо да се коефицијент обрта новчане масе, мења са променама висине каматне стопе (из примера, са 5% на 11,25%), као и са променама у вредности бруто националног дохотка (у примеру, промена двоструког увећања бруто националног дохотка).

4.4. Равнотежни ниво односа агрегатне понуде и тражње новца

Равнотежно стање на тржишту новца може се постићи онда када је агрегатна понуда новца која је одређена од стране централне банке, једнака агрегатној тражњи за новцем, која долази од стране становништва или предузетничког сектора, тј. небанкарског сектора. Као основни инструмент за уравнотежење агрегатне тражње за новцем и агрегатне понуде новца, јавља се каматна стопа. Опште познато, каматна стопа је цена коришћења новца у одређеном временском периоду. Управо, база за формирање каматне стопе јесте у неусклађености, тј. дебалансу финансијских трансактора и њиховим различитим временским склоностима према потрошњи или штедњи.

Дакле, постоје финансијски суфицитни и финансијски дефицитни трансактори. Неки од финансијских суфицитних трансактора одлажу потрошњу за будућност (интертемпорална потрошња), што је финансијска основа за неке од финансијских дефицитних трансактора, који имају веће склоности према потрошњи него што им расположиви доходак то омогућује. Стога, различита је временска склоност

трансактора у односу на финансијске ресурсе контрабалансирана каматом као ценом коришћења новца у одређеним временским периодима¹¹⁴.

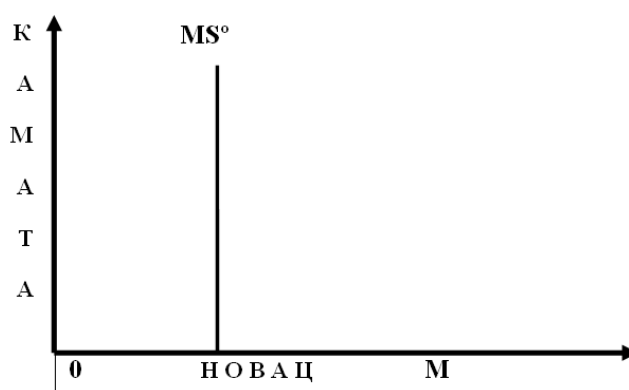
Уопштено, на сваком тржишту, било да је то тражиште капитала, тржиште новца, хипотекарно тржиште, девизно тржиште, тежи се у равнотежењу понуде и тражње за финансијским инструментима, да ли страним средствима плаћања, краткорочним хартијама од вредности, новцем, дугорочним хартијама од вредности, капиталом и слично.

~ ~ ~

Равнотежно стање на тржишту новца увек се креће према каматној стопи према којој је агрегатна понуда готовинског новца једнака агрегатној тражњи за готовим новцем (Krugman, P., Obstfeld, M., Међународна економија, Дата Статус, Београд, 2009., стр. 357)

Ако претпоставимо да је централна банка довољно способна да може да утиче на положај функције номиналне понуде новчане масе, односно да у потпуности контролише новчану масу M и да је понуда новца MS независна од дефинисане каматне стопе, онда ће крива номиналне понуде новца бити вертикална, што је приказано на наредној слици.

Слика 4.11. Агрегатна номинална понуда новца

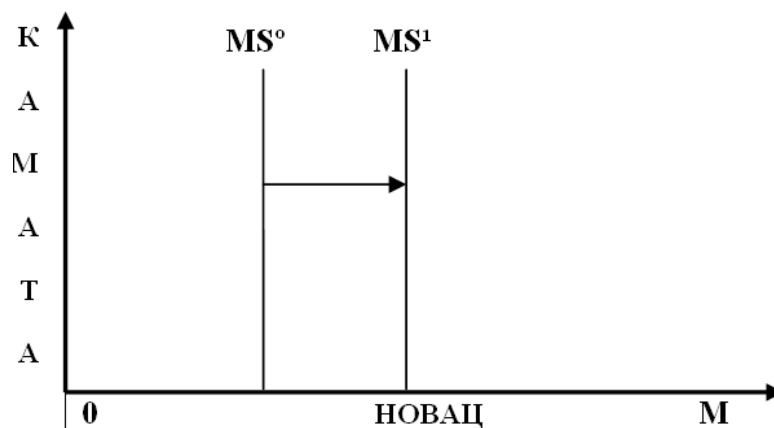


Извор: скица аутора

¹¹⁴ Бингулац, З., Јовановић, М., Крстић, Б. (2003) *Монетарне и јавне финансије*, Мегатренд универзитет примењених наука, Београд, стр. 227.

Међутим, ако претходни дијаграм прилагодимо реалном стању на тржишту новца, односно ако узмемо у обзир и одређени ниво цена, видећемо да није могуће да представимо понуду новца као независну варијаблу од кретања каматне стопе. Понуда новца и каматна стопа јесу узрочно последичне варијабле, што доказује ситуација у којој имамо опадање каматне стопе које изазива вишак понуде новца. То је реална понуда новца, која се формира у зависности од промена цене новчане масе, односно камате на тржишту новца.

Слика 4.12 Агрегатна реална понуда новца



Извор: скица аутора

Ако MS представља номиналну агрегатну понуду, онда је услов за равнотежно стање на тржишту новца да је:

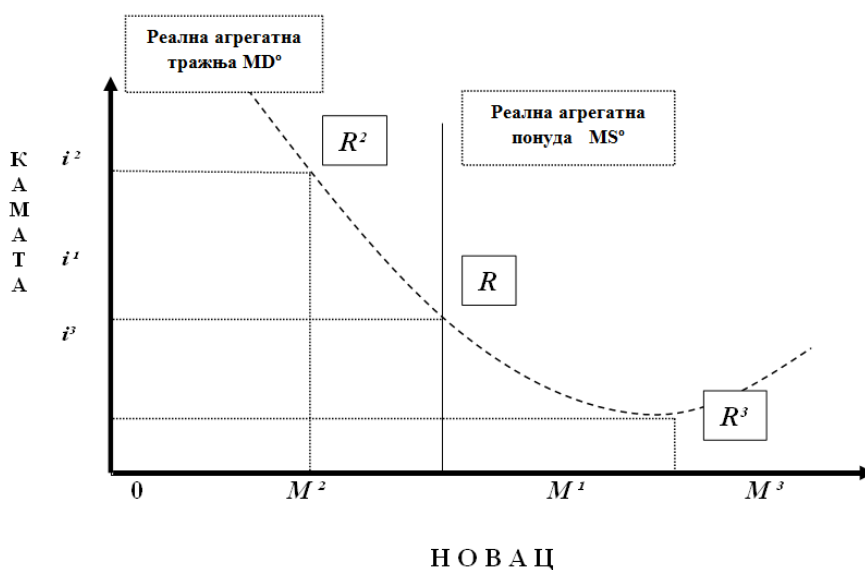
$$MS = MD,$$

односно да је **номинална агрегатна понуда једнака номиналној агрегатној тражњи**. Уколико уведемо и фактор цене у излагање, онда долазимо до реалне агрегатне понуде и тражње. Номинална понуда новца подељена са општим нивоом цена представља реалну понуду новца MS^r . Такође, однос номиналне тражње новца и општег нивоа цена за резултат има реалну агрегатну тражњу MD^r (приказ на слици 4.12.). Равнотежно стање у овом случају је могуће приказати на следећи начин:

$$MS/P = MD/P, \text{ односно } MS^r = MD^r$$

На слици 4.12. јасно се може видети да крива агрегатне реалне тражње пресеца криву агрегатне реалне понуде у тачки R , у којој дефинишу равнотежну тачку, односно равнотежну каматну стопу i^1 . Циљ централне банке јесте да одржи количину новчане масе у оптицају на истом нивоу, без обзира на висину каматне стопе и то је разлог зашто крива агрегатне понуде новца има вертикални положај. Крива агрегатне тражње може бити померена навише или наниже, зависно од висине каматне стопе.

Слика 4.13. Реална агрегатна понуда MS^0 и тражња новца MD^0



Извор: скица аутора

Уколико дође до повећања нивоа каматне стопе i^2 , становништво и/или предузетништво ће желети мање да троше, да се задужују, односно да желеће да држе мању количину новца. Једноставно речено, тражња за новцем је мања од понуде новца $MS^0 > MD^0$, што се може приказати као разлика M^1 и M^2 , односно $M^1 - M^2$. Појединци ће пожелети да смање ликвидност користећи одрешени део новца на каматносноне активе. Другим речима, појединци (суфицитни трансактори) ће настојати да се ослободе вишка новца позајмљујући га другима¹¹⁵ (дефицитним трансакторима).

Међутим, мање је дефицитних економских субјеката који би се задужили да би повећали своју ликвидност, а више суфицитних економских субјеката који желе да

¹¹⁵ Krugman, P., Obstfeld, M. (2009) *Међународна економија*, Дата Статус, Београд, стр. 358.

смање своју ликвидност, позајмљујући новац другима. Управо у таквој ситуацији долази до притиска на ниво каматне стопе. Они субјекти који не могу да се ослободе вишка новца покушавају на све начине да наведу зајмопримаоце, односно дефицитне економске субјекте, да се задуже. То чине уз главни монетарни инструмент, каматну стопу, спуштајући је са нивоа i^2 на ниво i^1 . Притисак ће постојати све док се не спусти ниво каматне стопе на i^1 .

Када се ниво каматне стопе налази на i^1 , нема више агрегатног вишка и тада свако ко жели да позајми новац то може учинити. То је ситуација у којој је реална агрегатна тражња једнака реалној агрегатној понуди, односно $MS^o = MD^o$, и њихово пресецање може се видети у тачки R . Постигнуто је равнотежно стање на тржишту новца. Претпоставка је да чим тржиште достигне равнотежну тачку R , неће постојати више тенденција опадања каматне стопе.

Уколико имамо ситуацију смањеног нивоа каматне стопе i^3 , становништво и/или предузетништво ће премештати своја средства у финансијску активу са већим приносима. У овом случају агрегатна тражња за новцем је већа у односу на агрегатну понуду новца $MS^o < MD^o$. Вишак тражње у односу на понуду јесте једнак разлици $M^3 - M^1$. Такође, и ниво каматне стопе ће тежити да се креће од нивоа i^3 , до нивоа i^1 . Међу економским субјектима неће постојати интересовање за новцем који носи ниски или не носи уопште никакав принос. Наравно, то се може уредити преусмеравањем средстава, путем продаје каматносно финансијске активе као што су обвезнице, како би се повећао удео готовине у портфолијима појединаца, односно средства могу бити преусмерена тамо где ће бити већа њихова оплодња.

Проблем до ког може доћи јесте да у тачки R^3 не може свакоме поћи за руком да прода расположиву каматносно финансијску активу по цени која би требало да задовољи сопствену тражњу за новцем MD . Из тог разлога појединци конкуришу за новац нудећи га на зајам пом прогресивно вишим каматним стопама и тиме подижу ниво каматне стопе ка i^1 . Тек када тржиште достигне равнотежну тачку R , и када се неутралише вишак тражње за новцем, каматна стопа престаје да расте ¹¹⁶.

¹¹⁶ Krugman, P., Obstfeld, M. (2009) *Међународна економија*, Дата Статус, Београд, стр. 358.

4.5. Монетарна политика

Монетарна политика је једно од средстава економске политике којим државни органи утичу у тржишној економији на брзину и правац кретања вредности укупне привредне активности, укључујући најважније макроекономске показатеље: обим производње, стопу запослености и општу стабилност цена¹¹⁷. Она тежи конкретном усмеравању привредних токова и процеса који делују у оквиру монетарног система. Монетарна политика има веома велики значај за постизање макроекономских циљева, а првенствено једног основног циља од кога зависе остали циљеви, а то је неопходност обезбеђења довољне количине новца на тржишту за све економске субјекте како би се остварила оптимална ликвидност свих економских субјекта на тржишту. На тај начин ће постојати неометано обављање привредних активности и свих потенцијалних плаћања. Пресудну улогу у томе има способност централне банке да наметне монополски положај у одржавању сопствених резерви, које су пословним банкама сигурност и подлога за креирање новца и кредита који се користе и одобравају у свакодневним економским трансакцијама.

~ ~ ~

На питање одакле Комисија за монетарну политику централне банке Велике Британије добија извештаје и како она проверава њихову тачност, рат у Ираку је пружио добар одговор, односно показао колико је битна добра обавештеност. Тимови професионалних економиста и статистичара разматрају најновије податке и уграђују их у економске моделе да би предвиђања била актуелна. Међутим, као и у ратним сукобима, то може бити праћено и ангажовањем агента на терену. Централна банка Велике Британије има регионалне представнике који су у контакту са пословним и грађанским организацијама и који прикупљају информације о локалним економским условима и најновијим питањима. Марвин Кинг, гувернер централне банке Велике Британије, стекао је светску репутацију на основу одличних процена и добре праксе, што је монетарну политику учинило предвидивом и ефикасном: *«Британска макроекономска политика је у послератном периоду углавном била превише узбудљива за било какво опуштање. Мало досаде не би шкодило. То би требало да буде наш циљ.»*¹¹⁸ (Begg D., Fischer S., Dornbusch R., Економија, Дата статус, 2010., стр.417)

¹¹⁷ Friedman, M., B. (2000) *Monetary policy*, National Bureau of Economic Research (NBER), Working Paper No.8057, <http://www.nber.org/papers/w8057>

¹¹⁸ Begg D., Fischer S., Dornbusch R., (2010) *Економија*, Дата статус, стр.417

Значај монетарног система за функционисање једне привреде је све већи, захваљујући променљивом окружењу и динамици трансформисања карактера привредног и финансијског система. Како привреда и финансијски систем еволуирају, тако долази и до промена у монетарним агрегатима. Логично је да елементарно разумевање међуодноса монетарних и реалних економских величина подразумева анализу деловања понуде новца на производњу, али и на многе друге макроекономске варијабле као што су запосленост, инвестиције, општи ниво цена, ниво штедње, величине екстерних ефеката, карактер платнобилансних позиција¹¹⁹.

Новац као основна компонента макроекономске политике, својим кретањем од веће до мање понуде новца, представља једно кључно институционално и организационо питање које ствара константне дилеме макроекономској политици. Монетарна политика, као једна од економских политика, чија примена мера и инструмената битно утиче на одржавање макроекономске стабилности, јесте политика која се конкретно односи на количину новца у оптицају, односно на обим понуде новца и кредита на тржишту. Битну улогу у спровођењу монетарне политике има централна банка, која својим мерама регулише повећање или смањење количине новца у оптицају или може се рећи, у земљи.

Кључна улога централне банке је обезбеђење, с једне стране, монетарне стабилности, која подразумева ниску, стабилну, и предвидиву инфлацију, као и поверење у валуту, и с друге стране, обезбеђење финансијске стабилности, која представља стабилан финансијски систем. Постизањем монетарне и финансијске стабилности, може се рећи да монетарни органи обезбеђују општу оптималну ликвидност свих економских субјеката на тржишту.

Креатори економске политике, преко монетарне политике утичу на макроекономске агрегате, попут тражње, производње, цена. Конкретније речено, монетарна политика врши тај утицај путем трансмисионог механизма. Првенствено, неопходно је да се идентификују трансмисиони канали деловања монетарне политике, а потом и да се увиди његов утицај на кретање различитих агрегата и тржишта. Главни

¹¹⁹ Friedman, M., B (1956) *Studies in the Quantity theory of Money*, Chicago University Press, преузето од Цветановић, С., Ђорђевић, М., Царић, М. (2008) *Економија*, Факултете за економију и инжењерски менаџмент, Нови Сад, стр. 141.

каналы монетарног трансмисионог механизма су¹²⁰: канал каматних стопа, канал девизног курса, канал цене активе, као и два кредитна канала у које спадају канал банкарског кредитирања и билансни канал. Познато је да монетарна политика утиче на тржиште новца и финансијско тржиште, али неминовна је појава преливања даљег утицаја на тржиште производа и услуга, а самим тим и на макроекономске показатеље, попут БДП, БНП, кретање стопе инфлације, одосно цена, као и стопе запослености. На крају, привредна активност и вредност инфлације повратно утичу на дејство и ефекте монетарне политике.

Споменули смо већи број канала преко којих монетарна политика утиче на промене реалних економских варијабли. Међутим, постоје две варијабле које су најважније приликом анализе утицаја монетарне компоненте на реалне привредне токове.

Висина каматне стопе (којој пажњу посвећују кејнсијанци) – Каматна стопа јесте базни инструмент монетарне политике, по кејнсијанским схватањима, којим се може утицати на количину новца у оптицају, односно на повећање или смањење понуде новчане масе у привреди једне земље. Она као регулаторни инструмент утиче с једне стране, на ниво штедње, а с друге стране, на ниво инвестиција. Као основни инструмент монетарне политике централне банке јавља се тзв. референтна каматна стопа, која се користи у свим значајним операцијама на отвореном тржишту.

~ ~ ~

Поставља се питање: како банкарски центри банак знају да ли спровести мере експанзивне или контракционе монетарне политике?

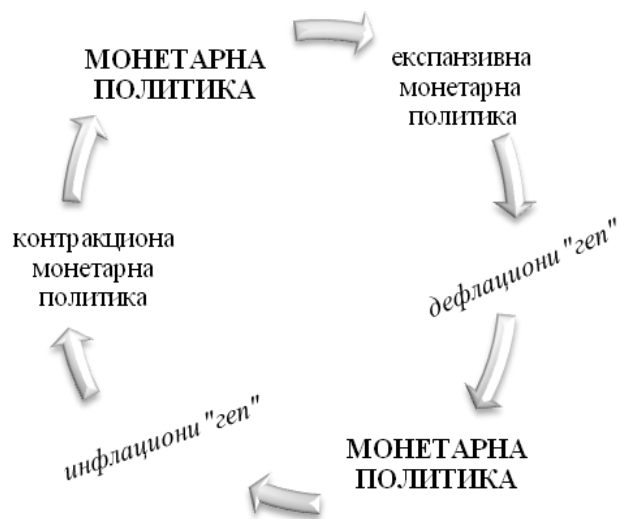
Креатори политике би требало да знају да се тренутна каматна стопа пореди са референтном или неутралном стопом. Неутрална каматна стопа је реална каматна стопа која се формира у складу са привредним активностима, под условима пуне запослености и стабилне инфлације. Ако привреда ради изнад свог потенцијалног капацитета и инфлација расте, креатори економске политике требало би да повећају каматну стопу изнад неутралног нивоа, не би ли се

¹²⁰ Народна банка Србије (2013) *Начин деловања монетарне политике*, <http://www.nbs.rs>, датум увида: 15.11.2013.

привреда вратила у равнотежу. Насупрот томе, ако привреда ради испод свог капацитета, нивоа пуне запослености, биће потребно спустити каматне стопе испод неутралног нивоа¹²¹ (Magud, N., E., Tsounta, E., IMF, 2012).

Уколико на тржишту дође до пораста новчане масе, доћи ће и до повећања тражње за производима у услугама, а и хартијама од вредности, што ће изазвати повећање бруто националног производа. У таквој ситуацији, долази до *опاداња каматних стопа*, што ће стимулативно деловати на подизање кредита у банкама, односно подстаћи ће инвестиције. Већ је напоменуто да се смањење каматних стопа другачије може назвати експанзиваном монетарном политиком. Битно је напоменути да овакав угао посматрања има смисао само уколико постоји изражена еластичност инвестиција на промену каматане стопе. У супротном, услед непостојања еластичности инвестиција, тј. постојања нееластичности инвестиција на промену каматних стопа, монетарна политика има веома ограничен домет.

Слика 4.14. Механизам деловања експанзивне и контракционе монетарне политике



Извор: скица аутора

¹²¹ Magud, N., E., Tsounta, E. (2012) [Policy Interest Rates in Latin America: Moving to Neutral?](http://blog-imfdirect.imf.org/2012/11/19/policy-interest-rates-in-latin-america-moving-to-neutral/), International Monetary Fund (IMF),. <http://blog-imfdirect.imf.org/2012/11/19/policy-interest-rates-in-latin-america-moving-to-neutral/>, датум увида: 5.03.2014

Уколико пак на тржишту дође до пада новчане масе, доћи ће до смањења ликвидности економских субјеката у привреди, па ће с тога становништво, домаћинства, предузећа у први мах бити стимулирани на штедњу, због *повећаних каматних стопа*, док не дође до још већег смањења новчане масе на тржишту (контракциона - рестриктивна монетарна политика). У таквој ситуацији нису више стимулирани ни да штеде, већ долази до пораста држања новца (тезаурације новца). Неизбежно је да дође до смањења инвестиционих активности и успоравања привредних активности. Дакле, каматна стопа, као основни инструмент монетарне политике, може утицати и на обим производње и на величину расположивог дохотка.

Количина новца у оптицају (којој пажњу посвећују монетаристи) – Други трансмисиони механизам монетарне политике помоћу којег се може деловати на реалне привредне токове јесте количина новца у оптицају. Монетаристи сматрају да промене понуде новца представљају далеко најзначајнији трансмисиони механизам монетарне политике на реална привредна кретања. Посматрајући на кратак рок, промена новчане масе делује на обим производње и на општи ниво цена, док посматрајући на дуг рок, промена количине новца у оптицају има утицаја само на општи ниво цена.

Остали инструменти монетарне политике који пружају свој допринос несметаној трансмисији утицаја референтне каматне стопе, као и развоју финансијских тржишта јесу¹²²: операције на отвореном тржишту, обавезне резерве, кредитне и депозитне олакшице и интервенције на девизном тржишту. Треба истаћи, да девизне интервенције представљају ретко коришћен секундарни инструмент. Међутим, ублажавањем осцилација националне валуте, одржавањем адекватног нивоа девизних резерви доприноси се делотворнијем утицају референтне каматне стопе на инфлацију. Тиме се обезбеђује и финансијска стабилност.

С обзиром, да инструменти монетарне политике не утичу директно на циљеве монетарне политике, деси се да прође одређени временски период, пре него што ефекти деловања буду видљиви. Због тога, монетарни органи се усредсређују на

¹²² Народна банка Србије (2013) *Начин деловања монетарне политике*, <http://www.nbs.rs>, датум увида: 15.11.2013

остваривање оперативних и прелазних циљева¹²³. Јесте да је над остварењем прелазних циљева тежа контрола, у односу на оперативне циљеве, али су они ближи крајњем циљу. Да би централна банка избегла замке вођења претерано експанзивне или претерано рестриктивне (контракционе) монетарне политике, у случају када као интермедијарни циљ користи количину новца, неопходно је да што прецизније квантификује промене убрзини оптицаја новца које су резултат деловања немонетарних фактора, за разлику од оних који произилазе из вођења монетарне политике у претходном периоду. Но, то је изузетно тежак задатак, упркос снажном развоју математичке економије и статистичких метода анализе.¹²⁴

4.5.1. Монетарна политика и *LM* крива

Мерама и инструментима монетарне политике, монетарне власти утичу на понуду новца, тако да се расположива количина новца на тржишту повећава или смањује. Зависно од веће или мање понуде новца, кретаће се и ниво каматне стопе и обрнуто. Зависно од нивоа каматне стопе, на тржишту ће се располагати са већом или мањом количином новчане масе. Преко инструмента каматне стопе, монетарна политика делује индиректно и на инвестиције, потрошњу, штедњу, односно на агрегатну тражњу и бруто национални производ.

Уколико на тржишту располажемо са већом новчаном масом, односно уколико се понуда новца повећала, доћи ће до пада каматне стопе. Услед веће количине новца, може доћи до повећања тражње за производима и услугама, за хартијама од вредности, што може изазвати инфлацију тражње, уколико пређе у прекомерну потрошњу новца. Инфлациони „геп“, монетарне власти ће уз помоћ повећања каматне стопе тежити да неутралишу, јер већа каматна стопа дестимулативно делује на инвестиционе активности. Тиме би требало да доведу привредни амбијент у стабилно стање.

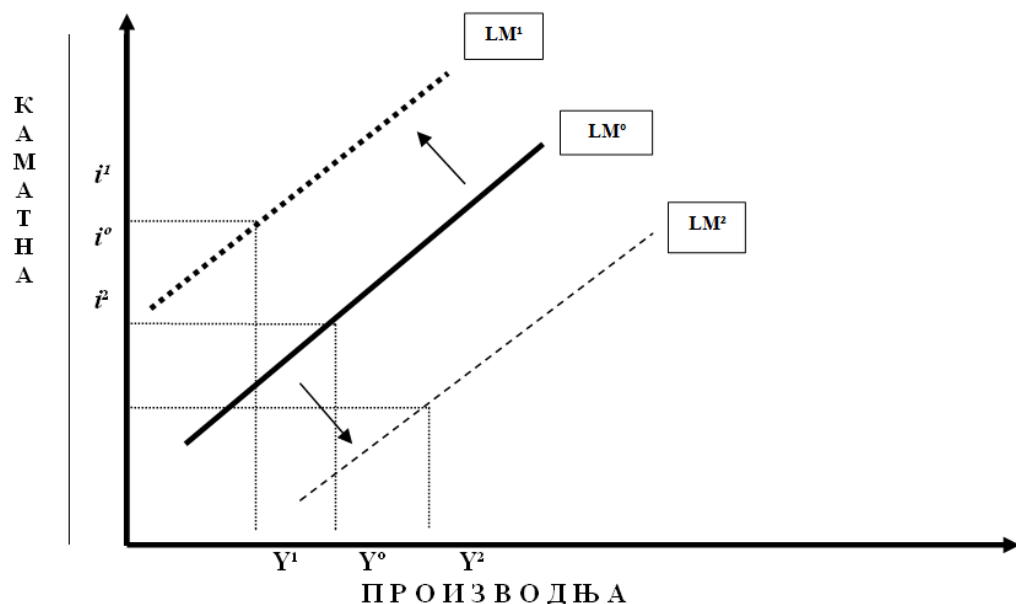
¹²³ Народна банка Србије (2013) *Начин деловања монетарне политике*, <http://www.nbs.rs>, датум увида: 15.11.2013.

¹²⁴ Јосифидис, К., Ђукић, Ђ., „*Мекроекономија*“, Футура публикације, Нови сад, 1994., стр. 296.

Ситуација повећања каматне стопе ради неутралисања инфлационог „гепа“, као и ситуација смањења каматне стопе ради неутралисања дефлационог „гепа“ и депресивног стања привреде, може се приказати уз помоћ IS-LM модела, преко LM криве. Применом мера монетарне политике LM крива мења свој положај, што се може приметити на слици 4.15.

Већ је поменута ситуација инфлације тражње, односно ситуација повећања новчане масе на тражишту, која изазива повећану агрегатну тражњу за производима и услугама, као и хартијама од вредности, што за последицу мора имати повећање нивоа каматне стопе, као предузете мере контракционе (рестриктивне) монетарне политике. Повећањем нивоа каматне стопе и померањем на ниво i^1 , долази до смањења количине новца у оптицају и контракције привредне активности, чиме се крива LM^0 помера на горе у положај LM^1 . Такође, долази до померања друштвеног производа на нижи ниво Y^1 . Повећање каматне стопе дестимулише узимање кредита и смањује инвестиције, а долази и до повећања стопе незапослености.

Слика 4.15. Контракциона и експанзивна монетарна политика – LM крива



Извор: скица аутора

Применом експанзивне монетарне политике долази до повећања новчане масе у оптицају, и то услед примене смањења нивоа каматне стопе. Примену ове мере је

изазвала депресивна ситуација у привреди, односно постојање дефлационог „гепа“. Осетно смањена тражња због недостатка новчаних средстава, што је за последицу имало смањење привредних активности. У таквој ситуацији, економска теорија би рекла да су становништво, домаћинства, предузећа већи део свог расположивог дохотка одвајали за штедњу, али велика вероватноћа у реалности јесте да долази до тезаурације новца (држања новца). Нема инвестиција, па их са смањењем каматне стопе монетарна власт тежи стимулисати. Смањена каматна стопа делује стимулативно на узимање кредита и инвестирање у различите пројекте, производне погоне и слично. Експанзивна монетарна политика, услед новог нивоа каматне стопе, који се креће од i^0 , до i^2 , доводи до померања криве LM^0 , на доле на нови положај LM^2 . Ако би се наставила емисија новца, LM крива би се даље померала на доле са још нижом каматном стопом и још већим друштвеним производом ($Y^0 - Y^2 - \dots Y_N \dots$). Наставак активне монетарне политике може довести до формирања негативне каматне стопе.¹²⁵

Дакле, рестриктивна (контракциона) монетарна политика, смањује емисију новца на тржишту и помера криву LM на горе, чиме смањује инвестициону и привредну активност на одређени временски период, док експанзивна монетарна политика повећава емисију новца на тржишту и помера LM криву на доле, чиме подстиче инвестиције и до одређене границе повећава привредну активност (претераном експанзивном монетарном политиком долази до инфлације).

4.5.2. Циљање инфлације као стратегија монетарне политике

Креатори економије у земљама различитих нивоа развијености су пред себе поставили одређене циљеве, који се односе на обезбеђење привредног раста и стабилности, обезбеђење веће стопе запослености, смањење дефицита буџета и државног дуга, као и њиховог оптерећење БДП, али су се морали у својим истраживањима озбиљно позабавити и инфлацијом која је постала саставни део економије као науке и добила на својој актуелности.

Обезбеђење одређене стопе привредног раста је од великог значаја, јер подразумева обезбеђење одређеног обима и вредности националне производње током

¹²⁵ Лабус, М. (1995) *Основи економије*, Југословенска књига, Београд, стр. 220.

времена. Да ли постоји континуитет или не, показује нам вредност макроекономског агрегата БДП, који може бити у већој или мањој мери оптерећен задужењем државе или оствареним државним буџетским дефицитом, што свакако представља проблем у једном макроекономском амбијенту. У циљу решавања ових проблема, држава покушати да постигне стабилан раст, избегавајући стање рецесије и прекомерног краткорочног раста који не може да опстане¹²⁶. Уколико у једној националној привреди дође до опадања привредног раста, што је чест случај (посебно у време кризе), то знатно утиче на продубљивање проблема незапослености. Свака држава има за циљ да обезбеди што је могуће нижу незапосленост, не само због самих незапослених становника државе, већ и зато што то представља губитак људских ресурса и што постојање незапослености утиче на фискалну сферу економске политике, представљајући одлив из јавних прихода¹²⁷.

У монетарној сфери економске политике, актуелно место заузима инфлација, проблем који услед неадекватног управљања може оптеретити економски просперитет и довести до нестабилности привреде и цена, незапослености, неравнотеже платног биланса. Међутим, како висока стопа незапослености, висока инфлаторна оптерећења привреде, постизање опште макроекономске равнотеже, представљају велике проблеме, како за органе монетарне политике, тако и фискалне власти, а тако и за креаторе економске политике. Наиме, ако постоји тежња ка стабилности привреде и цена, као и економском расту, то може изазвати повећање инфлације, односно инфлационо оптерећења на економски раст и развој. Међутим, ако је циљ стање пуне запослености, то је може угрозити стабилност привреде, односно довести до нестабилне привреде. Такође, ако се постигне стабилост у привреди, чињенице показују да је то било праћено високом незапосленošћу и нижом стопом економског раста. Свака привреда тежи ка унапређењу економског раста и напретка друштва, па стога одувек је трагала за одговорима на битна питања;

- *Зашто у привреди долази до нестабилности, пада запослености и угрожавања производне сфере и како се може смањити незапосленост?*
- *Који је главни извор инфлационих притисака? Како и којим мерама и инструментима држати под контролом инфлаторна оптерећења привреде?*
- *Како се најефикасније може постићи повећање стопе привредног раста?*

¹²⁶ Soloman, J., Sutcliffe, M. (2004) *Economic for Business*, Prentice Hall/Financial Times, England, стр.547.

¹²⁷ Исто, стр.547.

Искуство нам показује да су највећи утицај на општу равнотежу у привреди из аресенала економских политика, оствариле монетарна политика, кроз понуду новца и каматне стопе, и фискална политика, кроз јавну потрошњу и порезе, али не смеју се заборавити и остали специфични циљеви и неке нестандартне мере економске политике.

~ ~ ~

Многе земље Латинске Америке ојачале су своје оквире монетарне политике у последњих неколико година како би задржале стопу инфлације под контролом. Неки од њих су усвојили режим циљане стопе инфлације и користе каматну стопу као основни инструмент постизања тог циља. Сматра се да финансијски развијене економије са дужом историјом циљања инфлације обично имају ниже реалне (неутралне) каматне стопе. Ове земље имају тенденцију да имају јаче економске основе. Костарика, Доминиканска Република, Гватемала, Парагвај, Уругвај и имају ниже каматне стопе од њиховог неутралног нивоа. Загонетан изузетак је Бразил, где је неутрална стопа међу највишим у економијама у развоју (учешће кредита у БДП је порастао са 26% у 2000, на око 50% у почетком¹²⁸. Приликом доношења одлука монетарни органи узимају у обзир положај привреде у пословном циклусу и могућност потенцијалних економских шокова, што је још већи изазов данас у нестабилном екстерном окружењу. Свакако процене кретања каматних стопа у земљама латиноамеричког региона могу помоћи креаторима монетарне политике у Латинској Америци за адекватно усмерење управљања мерама и инструментима монетарне политике¹²⁹ (Magud, N., E., Tsounta, E., IMF, 2012)

Не може се занемарити један главни тренд у свету, процес који је доста тога променио, с једне стране допринео бољитку, и с друге стране произвео многобројне негативне ефекте. Реч је о глобализацији, процесу који је по питању проблема одржавања одређеног нивоа цена помогао ширењу заједничке културе, која наглашава предности постизања стабилности цена. Повећава се фокус на овај проблем и то је

¹²⁸ Magud, N., E., Tsounta, E. (2012) *To Cut or Not to Cut? That is the (Central Bank's) Question*, In Search of the Neutral Interest Rate in Latin America, International Monetary Fund (IMF) Working Paper 12/243, Western Hemisphere Department, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp12243.pdf>, датум увида: 4.03.2014.

¹²⁹ Magud, N., E., Tsounta, E. (2012) *Policy Interest Rates in Latin America: Moving to Neutral?*, International Monetary Fund (IMF), <http://blog-imfdirect.imf.org/2012/11/19/policy-interest-rates-in-latin-america-moving-to-neutral/>, датум увида: 5.03.2014.

кључи разлог смањења инфлације широм света¹³⁰. Повећани степен интеграције тржишта рада, производа, финансијских тржишта константно мења понашање економских субјеката у привреди, што може додатно закомпликовати посао монетарним и фискалним властима. Међутим, захваљујући ширењу вести о постојању у тежњи ка решавању проблема инфлације, то није случај.

Дефинитивно, инфлација је за креаторе економске политике изузетно актуелно питање, па се и у Народној банци Србије дефинише *Циљање инфлације као монетарна стратегија*¹³¹. Операције на отвореном тржишту, обавезна резерва, кредитне и депозитне олакшице (сталне олакшице) и интервенције на девизном тржишту, пружају подстицај референтној каматној стопи приликом њеног дејства на финанијском тржишту, пре свега на одређену стопу инфлације. Операцијама на отвореном тржишту регулише се ликвидности банкарског сектора, обавезним резервама, пословних банака код централне банке, утиче се на смањење или повећање кредитног потенцијала банака (креирање допунске ликвидности банака), чему доприносе и кредитне и депозитне олакшице, док се девизним интервенцијама обезбеђују доприноси остваривању циљане стопе инфлације, оног момента, када се исцрпе могућности за адекватни утицај референтне каматне стопе на инфлацију. Овим интервенцијама се ублажавају дневне осцилације курса националне валуте, обезбеђује финансијска стабилност и одржава одређени ниво девизних резерви.

Постоје економска схватања, која на супрот Фридману, сматрају да се од фискалне политике очекује да стабилизује вредност валуте, која је значајна за одржавање конкурентске предности на иностраном тржишту, и која се сматра основном детерминантом квантитета новчане масе у држави и саме вредности новца, а да је монетарна политика задужена за одређивање краткорочне каматне стопе¹³².

¹³⁰ Mishkin, S., F. (2008) *Globalization, macroeconomic performance, and monetary policy*, National Bureau of Economic Research(NBER) Working Paper 13948, Cambridge, <http://www.nber.org/papers/w13948>

¹³¹ Народна банка Србије НБС (2014) Стратегија и циљеви монетарне политике, http://www.nbs.rs/internet/cirilica/30/30_3/index.html, датум увида: 4.04.2014.

¹³² Wray, L., R. (1998) *Money ad Taxis: the Chartalist approach*, Social Science Research Network (SSRN) Working Paper No. 222, <http://ssrn.com/>

„Инфлација је увек и свуда монетарни феномен“¹³³ (Milton Friedman), али

„Новац је увек у свуде фискални феномен“ (Sargent Wallace)

Било да се ради о постизању одређеног нивоа привредног и економског раста, одређене стопе незапослености, проблем инфлационих притисака се увек провлачи и веома је битно за креаторе економске политике да проникну у однос привредног и економског раста и инфлације, стопе незапослености и инфлације, како би могли наћи адекватно решење, механизам успостављања равнотеже и стабилности у привреди.

Незапосленост и инфлација, као два највећа проблема у савременом добу, представљају велику дилему сваке привреде. Због тога се и налазе у средишту интересовања теоретичара економске науке и креатора економске политике. Оба проблема изазивају велике и дубоке макроекономске поремећаје, а врло је тешко уклопити механизме који их регулишу. Механизми којима се смањују инфлаторни притисци, не регулишу проблем незапослености, и обрнуто. Механизми који неутралишу проблем незапослености, не утичу адекватно и на инфлацију.

Применом рестриктивне монетарне политике, односно смањења каматних стопа, и рестриктивне фискалне политике, односно повећањем пореза, могуће је смањити инфлаторна оптерећења, али не и зауставити их, док исте мере економске политике доводе до повећања незапослености и смањују стопу привредног раста. Бројна су теоријска истраживања која настоје да нађу узајамне односе и скривене механизме узајамног деловања инфлације и незапослености, како би се одговарајућим мерама могла успоставити макроекономска равнотежа.

Што се тиче привредног раста, познато је да је покретач једне привреде производња, односно повећани обим проооводње, који подстиче запошљавање, већи расположиви доходак становништва, а уједно и већу куповну моћ, а потом и већу потрошњу, тј. тражњу. Већом потрошњом долази до општег раста цена, односно до инфлације. Неки економисти сматрају да је инфлација мотор економског раста, а неки сматрају да води привреду у нестабилност. Наиме, повећањем инфлационих притисака,

¹³³ Roche, O., C. (2011) *Hyperinflation - It's More than Just a Monetary Phenomenon*, Social Science Research Network (SSRN) Working Paper, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1799102

долази до опадања куповне снаге новца у земљи, односно долази до опадања унутрашње вредности новца, смањују се реални дохоци одређених категорија становника. Међутим, неки економисти сматрају да инфлација доводи до повећања стопе и масе акумулације, а то води расту инвестиционе потрошње, која са своје стране, доводи до убрзања економског раста. Инфлација доводи до преливања реалне куповне снаге у корист акумулације, насупрот реалном паду дохотка становништва¹³⁴.

Када говоримо о макроекономском поремећају у домену општег раста цена, односно проблему инфлације, увек је битно за креаторе економске политике, да знају о ком интензитету инфлације се ради. Битно је да разграниче да ли је реч о намерној или ненамерној инфлацији, увозној или домаћој инфлацији.

Знатан проблем за једну националну економију, може представљати инфлација великог интензитета, односно проблем хиперинфлације. Иако не постоји формална академска дефиниција за хиперинфлацију, широко прихваћена дефинисаност овог поремећаја тржишта јесте да је то „веома висока инфлација“ или „инфлација ван контроле“.

~ ~ ~

Током 1993. године десила се друга највиша хиперинфлација у свету, у Србији. Након стабилизационог програма из 1994. године инфлација се привремено „смирила“, да би се потом од 1995. до 2000. године кретала у распону од 18,5 до 93,1%. У 2000. инфлација је поновно попримила велике размере, а потом у наредне 3 године имала опадајући тренд. Након 3 године, мислило се да је „баук“ инфлације решен, међутим касније је стопа инфлације имала поновно узлазни тренд. Сматрала се једном од највиших стопа инфлације у Европи. (Јакшић, М., Фабрис, Н., Прашчевић, А., Основи макроекономије - примери, Економски факултет, Београд, 2008., стр.198)

Међутим, у економској теорији постоји један други начин дефинисања, који чини осврт на вредност валуте једне земље, што свакако употпуњује разумевање овог великог макроекономског поремећаја. Наиме, проблем хиперинфлације се дефинише

¹³⁴Комазец, С., Ристић, Ж., Јовановић, М. (1996) *Економија*, Мегатренд, Београд, стр. 608.

као „неуредан економски прогрес, који води психолошком одбацивању суверене валуте“.¹³⁵

Дефинитивно, негативни ефекти инфлационих притисака су много већи од позитивних ефеката, и то утолико већи, уколико инфлација поприми бржи развој, односно уколико се претвори у хиперинфлацију. Тада последице могу бити дубоке и катастрофалне по макроекономску стабилност једне економије.

Имамо две основне групе последица деловања инфлације¹³⁶:

1. Директне и индиректне позитивне последице деловања инфлације

Први позитиван ефекат деловања инфлације, односи се на утицај, на повећање запослености, односно смањење незапослености. Пораст новчане масе у оптицају изнад оптималне може повољно деловати на активирање незапослених капацитета. Наклоници постојања инфлације, углавном су фасцинирани привредном експанзијом која се може видети кроз одређене варијабле: раст цена, повећање запослености, повећање надница, растерећеност осећаја конкурентске борбе, терет дугова и пореза се смањује, доходак расте итд. Међутим, овај лажни процват убрзо почиње да малаксава, јер га не могу пратити они чији реални дохоци почињу знатно да опадају и који кроз своју „принудну штедњу“ треба да снесу терет таквог развоја. Јавља се потреба за једном новом вештачком инфлацијом, али сада ће она бити краткотрајна, па за њом треба да уследе нове и нове¹³⁷. При томе, треба имати у виду и могућност да ће пораст новчане масе у оптицају проузроковати раст цена, пре него да ће активирати незапослене капацитет.

Други позитиван ефекат деловања инфлације, односи се на стимулисање инвестиционих активности. Посебно је интересантно да у условима инфлације, свака инвестиција изгледа исплативо, односно рентабилно. Од сваке инвестиције постоји могућност зараде. Уколико се инвестиције покривају задуженошћу у банкама, тек тада

¹³⁵ Roche, O., C. (2011) *Hyperinflation - It's More than Just a Monetary Phenomenon*, Social Science Research Network (SSRN) Working Paper, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1799102

¹³⁶ Комазец, С., Ристић, Ж., Јовановић, М. (1996) *Економија: тржиште, капитал, мегадржава*, Мегатренд, Београд, стр. 592–598.

¹³⁷ Вучковић, М., (1969) *Савремени проблеми монетарне теорије и политике*, Научна књига, Београд, стр. 121., преузето од : Комазец, С., Ристић, Ж., Јовановић, М., *Економија: тржиште, капитал, мегадржава*, Мегатренд, Београд, 1996., стр.594.

се види позитиван ефекат деловања инфлације, пошто је камата најчешће негативна, односно ретко покрива стопу инфлације, и инвеститор је у ситуацији да реално гледано, далеко мање враћа од позајмљеног.

Трећи позитиван ефекат деловања инфлације, односи се на стимулисање потрошње, с обзиром да се у условима великих инфлаторних притисака, не исплати штедети.

Четврти позитиван ефекат деловања инфлације, односи се на прераспodelу дохотка и то у корист индустријалаца и трговаца, с обзиром да са порастом потрошње и тражње, они повећавају цене својих производа. У овој ситуацији цене робе расту брже него трошкови производње, па се ствара могућност стицања екстра профита уз редован профит.

~ ~ ~

Крајем 1970-тих година Феда Паул Волкер закључио је да је инфлација превисока у САД-у и да је мерама економске политике треба смањити. Од краја 1979.године Валцкер је започео примењивати много рестриктивнију монетарну политику, при чему је знао да постоје негативни и позитивни ефекти тих мера. С једне стране, може доћи до рецесије у кратком року, а с друге стране може довести до ниже инфлације у средњем року.

Промене у фискалној политици подстакнуте су избором Роналда Регана 1980.године. Реган је изабран на основама обећања о конзервативнијој политици, тачније о смањењу опорезивања и мањем државном уплитању у привредну активност. То је била мотивација у позадини Закона о економском опоравку из 1981. године (*Economic Recovery Act*). Порез на доходак је смањен три пута, за укупно 23%. Корпоративни порез је такође смањен. Међутим то смањење пореза није било праћено смањењем државне потрошње и резултат је био постепено повећање прорачунског дефицита, који је 1983. године досегао врхунац од 5,6% БДП.

О мотивима Реганове администрације који су га навели на смањење пореза без одговарајућег смањења потрошње, расправља се и дан данас. (Blanchard, О., Макроекономија, Мате, Загреб, 2011., стр. 432)

Ž

2. Директне и индиректне негативне последице деловања инфлације

Први негативни ефекат деловања инфлације, односи се управо на последњи наведени позитиван ефекат. Наиме, инфлација погодује индустријалцима и трговцима,

али не иде у прилог носиоцима сталних доходака, односно, службеницима, студентима, стипендистима, пензионерима, штедишама и другима. С обзиром на општи пораст цена, њихова номинална примања заостају за тим порастом, тако да реални дохоци тих категорија опадају.

Други негативни ефекат деловања инфлације, односи се на опадање куповне снаге новца у земљи, односно долази до опадања унутрашње вредности новца.

Трећи негативни ефекат деловања инфлације, надовезује се на претходни негативни ефекат, а то је да долази до пада вредности девизног курса. Такође, опада поверење у националну валуту, а захваљујући психолошком фактору (који је у економији веома битан) долази до продубљивања инфлационих притисака.

Четврти негативни ефекат деловања инфлације, односи се на смањење извозне оријентације и знатног пораста увоза. Свака земља тежи већем извозу од увоза и то са великим разлогом. Повећањем увоза, смањује се знатно конкурентнска предност на иностраним тржиштима. На овај ефекат инфлационих притисака надовезује се следећи негативни ефекат.

Пети негативни ефекат деловања инфлације, а то је да може доћи до повећања трговинског дефицита, а затим и до неравнотеже платног биланса.

Шести негативни ефекат деловања инфлације, односи се на повећање цена, али врло неравномерно распоређено повећање цена, на различите производе, гране и области.

Седми негативни ефекат деловања инфлације, односи се на све већу несигурност дугорочних планова и циљева, јер краткорочни циљеви заузимају примарно место.

Осми негативни ефекат деловања инфлације, односи се на повећано задуживање. Расте тражња за потрошачким кредитима већом брзином него што би то било да није инфлационих притисака.

Девети негативни ефекат деловања инфлације, односи се на однос инфлације и економског раста, односно на смањење продуктивности рада, јер долази до смањења новчаних стимуланса за продуктивнији рад, а уједно на тај начин опада још више куповна моћ становништва.

4.5.3. Циљање одређене стопе инфлације у земљама у транзицији

Табела 4.2. Кретање вредности инфлације у земљама у транзицији - Бугарска, Румунија, Хрватска, Србија

	БУГАРСКА	РУМУНИЈА	ХРВАТСКА
	<i>годишња процентуална промена индекса потрошачких цена</i>		
	Инфлација	Инфлација	Инфлација
2000	10.3	45.7	4.5
2001	7.4	34.5	4.3
2002	5.8	22.5	2.5
2003	2.3	15.3	2.4
2004	6.1	11.9	2.1
2005	6	9.1	3
2006	7.4	6.6	3.3
2007	7.6	4.9	2.7
2008	12	7.9	5.8
2009	2.5	5.6	2.2
2010	3	6.1	1.1
2011	3.4	5.8	2.2
2012	2.4	3.4	3.4

Извор: European Commission, Eurostat, 2014.

У табели 4.2 представљена су кретања стопе инфлације у Бугарској, Румунији, Хрватској и Републици Србији, као земљама у развоју. Анализирајући овај макроекономски показатељ, може се видети да су Бугарска и Румунија земље са сличним осцилацијама потрошачких цена, с тим да је Румунија почетком прве декаде 21.века имала знатно вишу стопу инфлације. Поређењем са кретањима стопе инфлације у Хрватској, евидентно је да је Хрватска земља која добро обуздава стопу инфлације. За Румунију се може рећи да је имала добро циљање инфлације, чим је од процентуалне промене стопе од 45,7% у 2000. години, успела да смањи промену стопе инфлације на 3,4% у 2012. години, што је једнако процентуалној промени стопе инфлације у Хрватској.

Поређењем са три земље које су последње приступиле Европској Унији, Република Србија бележи драстично вишу процентуалну промену стопе инфлације, почев од 70% у 2000. години, па до 7,35% у 2012. години.

Табела 4.3. Кретање вредности инфлације у Србији

	СРБИЈА
	<i>годишња процентуална промена индекса потрошачких цена</i>
	Инфлација
2000	70
2001	80.60
2002	8.85
2003	2.90
2004	10.61
2005	16.24
2006	10.73
2007	6.90
2008	12.43
2009	8.10
2010	6.15
2011	11.15
2012	7.35

Извор: ММФ¹³⁸, 2014.

Истраживањем и анализирањем макроекономских показатеља у последњем делу ове докторске дисертације, детаљно је обрађен овај макроекономски показатељ - инфлација, као и паралела са кретањем вредности других макроекономских агрегата. Наиме, у детаљном истраживању, а што се може видети и у табели 4.2, све четири земље у вођењу своје економске политике, примарно место дају управо таргетирању инфлације, која неће имати негативан утицај на инвестирање, штедњу и понашање различитих учесника у економском животу. Конкретно, у Републици Србији је крајем 2006. године усвојен је Меморандум, којим је Монетарни одбор НБС, дефинисао да се прелази на нове принципе монетарне политике, односно да се прелази на режим циљања инфлације. Позитивни резултати новог режима били су одмах видљиви. Монетарне власти, променама референтне каматне стопе, утицали су на промену стопе инфлације и она је смањена са 10,73% из 2006. на 6,90% у 2007. години.

У наредном периоду стратегија монетарних власти била је утврђивање нивоа циљане стопе инфлације који је био нижи од инфлације за 2007. годину, али ипак

¹³⁸ Приказ кретања вредности инфлације у Србији је рађен према подацима ММФ, уз напомену да постоје одступања у подацима ММФ и НБС, из разлога коришћења различитих методологија обрачуна

довољно високо да се дозволи извесна корекција релативних цена које се очекују у оквиру процеса реструктурирања привреде. Јесте да су постојали додатни ризици негативних кретања стопе инфлације, али и осталих макроекономских агрегата, услед светске финансијски и економске кризе крајем 2008. године, али усмерењем монетарне политике, пре свега, на циљање инфлације, имало је своје позитивне резултате, чему у прилог говоре подаци из табеле 4.3.

Као што је речено, Народна банка Србије спроводи интервенције на девизном тржишту како би помогла остварење циљане инфлације, упркос опадању дејства референтне каматне стопе, која се деси. Операције на девизном тржишту, где република Србија спроводи режим руковођено пливајућег девизног курса, спроводе се ради смањења прекомерних краткорочних осцилација курса динара, очувања ценовне и финансијске стабилности и одржавања адекватног нивоа девизних резерви, у складу с *Меморандумом Народне банке Србије о циљању (таргетирању) инфлације* као монетарној стратегији и програмима монетарне политике¹³⁹. Такође, не би ли се подстакла ликвидност банака, предузимају се и девизне своп аукције¹⁴⁰.

~ ~ ~

Народна банка Србије је ради подстицања развоја међубанкарског своп тржишта, као и подршке ефикаснијем управљању ликвидношћу банкарског сектора одржала у априлу 2014. године, девизну своп аукцију EUR/RSD:

- на аукцији обезбеђења додатне евро – ликвидности, своп продала 2 милиона евра по просечним пондерисаним своп поенима од 3.369 и
- на аукцији обезбеђења додатне динарске ликвидности своп купила 2 милиона евра по просечним пондерисаним своп поенима од 3.459. (НБС, 2014)

¹³⁹ Народна банка Србије (2014) Операције Народне банке Србије на девизном тржишту, <http://www.nbs.rs>, датум увида: 16.01.2014.

¹⁴⁰ Народна банка Србије, у складу с календаром редовних девизних своп аукција EUR/RSD, организује двонедељне и тромесечне аукције своп продаје девиза – евра за динаре и аукције своп куповине девиза – евра за динаре. Девизне своп аукције Народна банка Србије организује ради подстицања развоја међубанкарског своп тржишта, као и подршке ефикаснијем управљању ликвидношћу банкарског сектора и превазилажењу проблема у вези са ограничењима у међубанкарској трговини на тржишту новца, НБС (2014) Операције Народне банке Србије на девизном тржишту, <http://www.nbs.rs>, датум увида: 16.01.2014.

Поред земаља у транзицији које су актуелне због свежег датума приступања у ЕУ, креатори економске политике у српској привреди могу се осврнути на још једну чланицу ЕУ, на Немачку, чије искуство може послужити као пример успешног циљања монетарних агрегата у контролисању стопе инфлације, и у Европској централној банци служи као један од елемената службеног режима монетарне политике ЕЦБ.

Европа има искуства са високом стопом инфлације из периода седамдесетих година. У овом периоду се јасно видела потреба координирања мера и инструмената макроекономске политике, не само фискалне и монетарне, већ и политике девизних курсева. Земље чланице Европског монетарног система су фиксирале своје девизне курсеве према немачкој марки, како би куповали, односно увозили кредибилитет¹⁴¹ немачке Бундесбанке¹⁴², која је у то време представљала борца против инфлације¹⁴³.

Повећано инфлаторно оптерећење је настало у привреди Немачке, и то након уједињења Западне и Источне Немачке, 1. јула 1990. године. Немачка централна банка зазире од инфлације, због чега креатори економске политике у земљама Европског монетарног система (ЕМС), које су склоне инфлационим притисцима, решавање овог великог привредног проблема препустиле су управо немачким креаторима економске политике.

Основна вођења монетарне политике Немачке, јесте стратегија монетарне политике фокусирана на дугорочно планирање и контролу инфлације. Њени креатори економске политике нису следили правила монетарне политике, нити су имали устаљене мере које су спроводили.

¹⁴¹ Теорија кредибилности ЕМС јесте варијанта аргумента „дисциплине“ усмереног против пливајућих девизних курсева: политички трошкови кршења међународних аранжмана девизног курса могу да спрече владе да депресирају валуту, да би оствариле краткорочне предности економског успона по цену дугорочних трошкова високе инфлације - Krugman P., Obstfeld M., „*Међународна економија*“, Дата Статус, Београд, 2009., стр. 569.

¹⁴² Централна банка Немачке- савезна банка Bundesbank, основана 1875. године као банка немачких покрајина, која емитује новац, води монетарну политику и води финансијско и благајничко пословање за Савезну владу. - Капор, П., (2007) *Банкарство са основама банкарског пословања и међународним банкарством*, Мегатренд универзитет, Београд

¹⁴³ Krugman, P., Obstfeld, M., „*Међународна економија*“, Дата Статус, Београд, 2009., стр. 569

~ ~ ~

Немачка централна банка, Бундесбанка, је одабрала фокус на узак монетарни агрегат – новац централне банке, што се односи на готовину и банковне депозите на које се до 1974. године обрачунавала обавезна резерва. Међутим, 1998. године Бундесбанка је променила свој правац вођења монетарне политике са циљања монетарних агрегата на М3 (Mishkin, F. S., Економија новца, банкарства и финансијских тржишта, Мате Загареб, 2010., стр. 398-402.)

Нису следили Фридманово правило, према којем се одржавала константна стопа раста неког монетарног агрегата. Бундесбанка је чак допуштала да се и премаши планирани распон у периоду од неких две, три године, и то чак и за 50 % раста понуде новца изван циљаних распона, а за то време се посветила другим циљевима. Потом је следила накнадна интервенција и неутрализација одступања циљаних распона. У табели 4.4 може се видети да су монетарне власти радиле то усклађивање веома успешно. До кризног периода 2007. године, процентуална промена стопе инфлације није прешла 2 %, али се врло брзо, већ 2009. спустила на 0,2%. Дакле, на основу чињенице да су допуштали да инфлација премаши планирани распон у периоду од неких две, три године, и на основу података из табеле 4.4, може се рећи да је циљање инфлације у Немачкој, било је веома флексибилно, те је стога било далеко од строго постављеног правила монетарне политике, али с друге стране веома успешно.

Табела 4.4 Кретање стопе инфлације у развијеној привреди

ИНФЛАЦИЈА НЕМАЧКЕ													
<i>годишња процентуална промена индекса потрошачких цена</i>													
2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
1.4	1.9	1.4	1.0	1.8	1.9	1.8	2.3	2.8	0.2	1.2	2.5	2.1	1.6

Извор: European Commission, Eurostat, 2014.

За немачку привреду може се рећи да су имали успешно спровођење циљања монетарних агрегата, али исто тако иза такве стратегије монетарне политике стоји далеко јача привреда, него што је српска привреда.

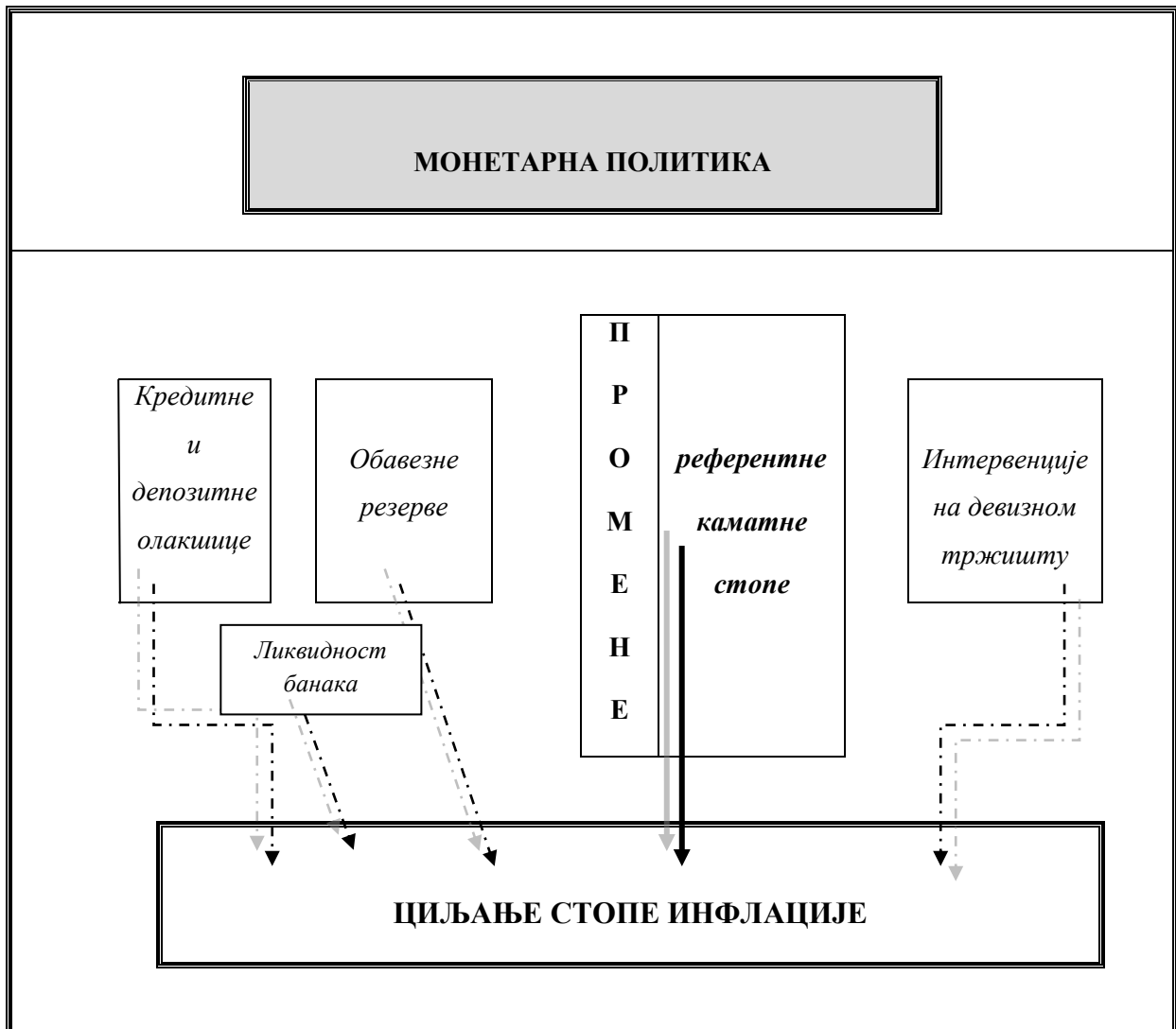
Из до сада реченог можемо извести пар поука:

- I** Креатори економске политике морају бити спремни и способни да предвиде одређена кретања макроекономских варијабли, како би благовремено успели да

изврше координацију мера и инструмената економске политике. Пре свега, од круцијалног значаја је адекватна примена мера монетарне политике уз подршку фискалног концепта националне економије, а потом и синхронизација са осталим мерама економске политике;

- II** Режим монетарног циљања може сузбити високу стопу инфлације у дужем временском периоду и када се допушта значајно одступање од постављених циљева;
- III** Јасно и транспарентно обавештавање јавности о мерама монетарне политике, односно о циљању монетарних агрегата упркос честим премашивањима постављених циљева. На овај начин се повећава транспарентност и флексибилност монетарне политике и поверење у банкарски систем;
- IV** Да би креатори економске политике могли да се похвале успешним циљањем инфлације, где сам назив стратегије – Монетарна стратегија циљања инфлације, говори сам за себе, да је потребно да се балансира, и изнова и изнова тражи адекватна висина свих макроекономских варијабли, на којој ће се обезбедити што нижа стопа инфлације. За такав потез неопходна је јака привреда.

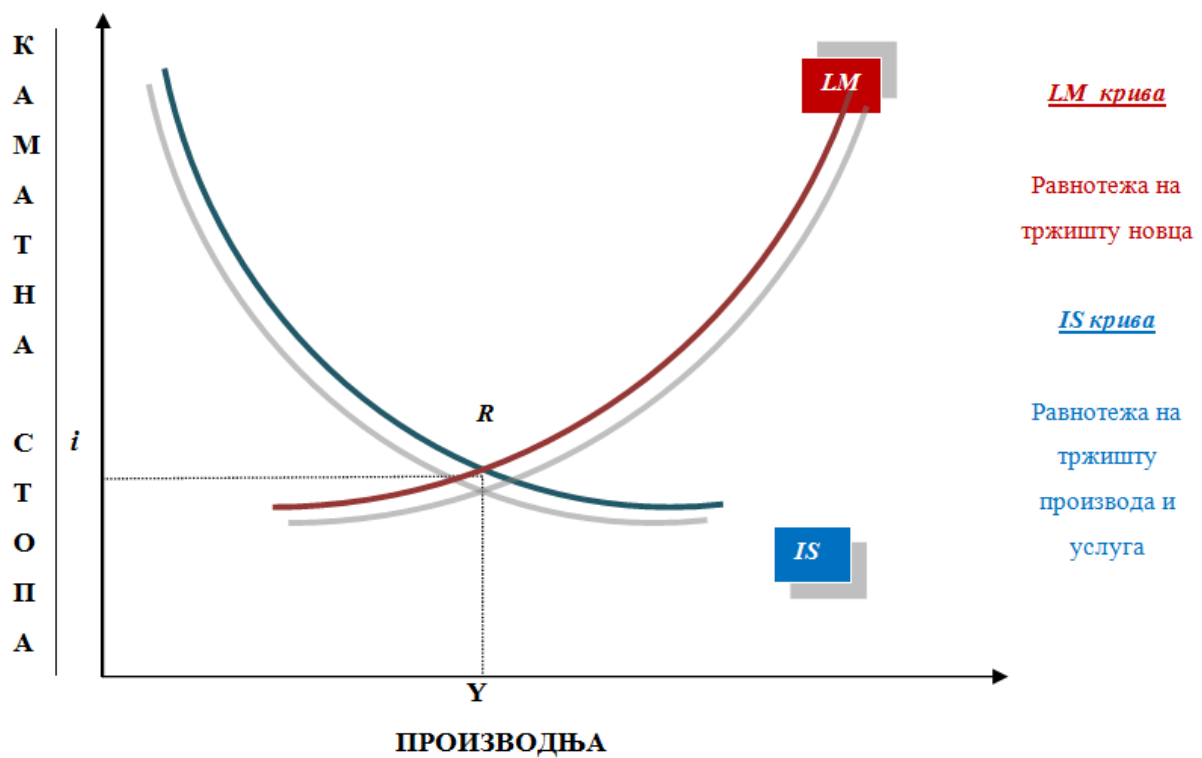
Слика 4.16. Модел монетарне стратегије



Извор: скица аутора

ПЕТО ПОГЛАВЉЕ

ФИСКАЛНО - МОНЕТАРНИ МОДЕЛ



5. ФИСКАЛНО - МОНЕТАРНИ МОДЕЛ

За успостављање опште равнотеже, унутар привреде, неопходно је испунити одређене циљеве економске политике – циљеве у погледу платног биланса, циљеве везане за стабилност девизног курса и расподелу дохотка, стабилност цена, повећање запослености итд. Постоје одређени модели који представљају темеље савремене макроекономије, а то су: IS-LM модел, Филипс-Окунов модел и AS-AD модел.

IS-LM модел се односи на равнотежу инвестиција и штедње на тржишту добара (крива IS) с једне стране, и понуде и тражње новца на тржишту новца (LM крива) с друге стране. Овим моделом, објашњава се однос кејнзијанизма и неокласика. Кејнзијанци сматрају да је могуће динамизирањем тражње повећати запослености и производњу, али без пораста цена, док неокласици сматрају да се динамизирањем тражње могу повећати само цене.

Филипс –Окунов модел се односи на индикаторе стопе незапослености, стопе инфлације и стопе привредног раста, с тим да се овим моделом објашњава разлика у ставовима кејнзијанизма и монетаризма. Кејнзијанци верују да се незапосленост може смањити, по цену веће стопе инфлације, а монетаристи сматрају да је могуће смањити стопу незапослености, али уз високу и убрзавајућу инфлацију.

AS-AD модел се односи на равнотежу понуде и тражње на макро нивоу једне привреде, с тим да објашњава однос кејнзијанизма и нове класичне макро економије. Кејнзијанци сматрају да се динамизирањем агрегатне тражње може повећати агрегатна понуда, а представници нове класичне макро економије сматрају да се динамизирањем агрегатне тражње повећавају само цене.

Од свих мера и инструмената економске политике, највећа пажња се посвећује мерама и инструментима монетарне и фискалне политике из разлога једноставности њихове примене. Стога, предмет истраживања докторске дисертације јесте анализа ефеката мера и инструмената монетарне и фискалне политике на привредни раст. У складу са тим, односно интеракцијом тржишта добара и тржишта новца, указивања на канале деловања монетарне и фискалне политике и њихову адекватну координацију, издвојен је *IS-LM* модел.

До сада, појединачно је посматрано тржиште производа и услуга у трећем поглављу и тржиште новца у четвртом поглављу, као и дејство монетарне и фискалне политике на њих.

~ ~ ~

Рани капитализам је био наклоњен финансијској паници и деловању инфлације и депресије, као и трауматичном сечању на кризни период 1930-тих година. Кретори економске политике САД имају одговорност да спрече такву разорну рецесију помоћу адекватне комбинације монетарне и фискалне политике. Постоји забринутост трагања за економском политиком која ће стимулирати дугорочни економски раст. Такође, евидентно је да начин вођења фискалне и монетарне политике других држава утиче на кретање вредности инфлације, стопе незапослености и финансијске услове у америчкој националној економији.

На пример, када је 1997. године избио источноазијски грип, утицај на трговину и финансије претили су да ће успорити економски раст у Јапану, Европи и САД. Посебно у уско интегрисаним подручјима, као нпр. Западна Европа, земље раде заједно с циљем координације њихове фискалне, монетарне и политике девизних курсева, тако да се инфлација или незапосленост у једној држави не прошири и не штети целој регији. (Самјуелсон, П., Нордхаус Д., В., Економија, Мате, Београд, 2009., стр. 25)

Фискална политика која има за циљ постизање одрживог привредног раста и развоја, кроз поспешивање раста друштвеног производа, утицаја на ниво запослености, постизање економске равнотеже и стабилности цена, вођења одговарајуће пореске политике, као и праведну расподелу дохотка која је у складу са правилима фискалне одговорности, остварује дејство на тржиште производа и услуга, не би ли остварила све постављене циљеве.

Основни монетарни циљ јесте постизање и одржавање стабилности цена, односно остваривање циљане инфлације (таргетиране инфлације), прилагођавање каматних стопа, интервенције на финансијском и девизном тржишту, кроз спровођење одређеног режима девизног курса, како би се одржала равнотежа на тржишту новца, које смо претходно разматрали.

Интеракција ова два тржишта и комбинација дејства монетарне и фискалне политике могуће је приказати применом *IS-LM* модела. Обе политике имају за циљ да својим фискално-монетарним дејством обезбеде стабилност цена, (не)запосленост, производњу и раст БДП, као и да одговоре на константну дилему које мере и

инструменти од ових политика, или која њихова комбинација, снажније утиче на раст економске активности.

Уз помоћ криве *IS* могуће је анализирати комбинацију дохотка и каматних стопа које су у складу са равнотежом тржишта добара и услуга, док анализу исте комбинације параметара (ниво дохотка и камата) могуће је приказати и уз помоћ криве *LM*, али на тржишту новца. На агрегатну понуду утиче фискална политика и очекивања и наднице, док на агрегатну тражњу утичу фискална и монетарна политика. На тржишту новца високи доходи повећавају тражњу за новцем, повећавају се камате и смањује агрегатна тражња.¹⁴⁴

Стога, од круцијалног је значаја за привреду једне земље, да мере и инструменти монетарне и фискалне политике буду усклађени. Лоше вођење једне политике може се неповољно одразити и поставити ограничења другој политици, што за резултат може имати негативне промене на макроекономски амбијент.

5.1. Економска политика у IS-LM моделу

Свака привреда тежи ка економском расту и напретку друштва, што није лак задатак. Целокупна привреда представља веома сложен систем, састављен од различитих елемената, који некада задовољавају критеријум хомогености, а некада отварају многе организационе и институционалне дилеме својом хетерогеношћу. Сваки део једне националне привреде јесте једна целина, који на крају одређених временских периода обједињују крајње ефекте својих привредних активности.

Стога, једна национална привреда није ни мало једноставан систем, па тако ни мере и инструменти економске политике који се спроводе у њој зарад успостављања макроекономске равнотеже, не могу бити једноставне. Основни циљеви макроекономске политике сваке државе данас могу се свести на следеће:

1. привредна стабилност
2. потпуна запосленост свих фактора производње

¹⁴⁴ Јакшић, М. (1999) *Економија*, Пословна школа „Мегатренд“, Београд, Стр.151

3. општа стабилност цена, таргетирање одређене стопе инфлациј
4. одржавање оптималног нивоа ликвидности
5. оптимални економски раст
6. уравнотеженост платног биланса

Искуство нам показује да су највећи утицај на општу равнотежу у привреди из аресенала економских политика, оствариле монетарна политика, преко регулисања количине новца у оптицају (понуду новца) и политиком каматне стопе, и фискална политика, регулисањем и прерасподелом дохотка, кроз јавну потрошњу и порезе (државни расходи, јавни дуг, буџетски дефицит и слично).

Ради постизања опште равнотеже, креатори економских политика највише су посезали за мерама и инструментима монетарне и фискалне политике, па стога ове мере и инструменти морају бити синхронизовани и усклађени. То је од изузетног значаја за привреду једне земље. Неусклађеност мера и инструмената ове две економске политике можа за резултат имати негативне ефекте на макроекономску стабилност.

Један од најзначајнијих модела у макроекономији јесте **IS-LM** модел који показује какво је дејство мера и инструмената монетарне и фискалне политике на тржиште производа и услуга и тржиште новца.

Макроекономија је значајно напредовала од касних 1930-тих и раних 1940-тих година. Прво је Џон Мајнард Кејнс 1936. године објавио своју познату књигу „*Општа теорија запослености, камата и новца*“, за коју је владало мишљење да је та књига истовремено фундаментална, али и недокучива. Неспорно је да је Кејнс пружио велики допринос разумевању међуодноса два тржишта: тржишта производа и услуга и тржишта новца, али проблем је био ући у траг шта је Кејнс „заправо мислио“. Џон Хикс је 1937. године сажео Кејнсово дело, његов најважнији допринос економској науци, а Хиксову анализу је касније проширио Алвин Хансен. Заједничким анализама Џ. Хикс и А. Хансен су једноставније изложили однос ова два тржишта и своју творевину назвали **IS-LM** модел¹⁴⁵.

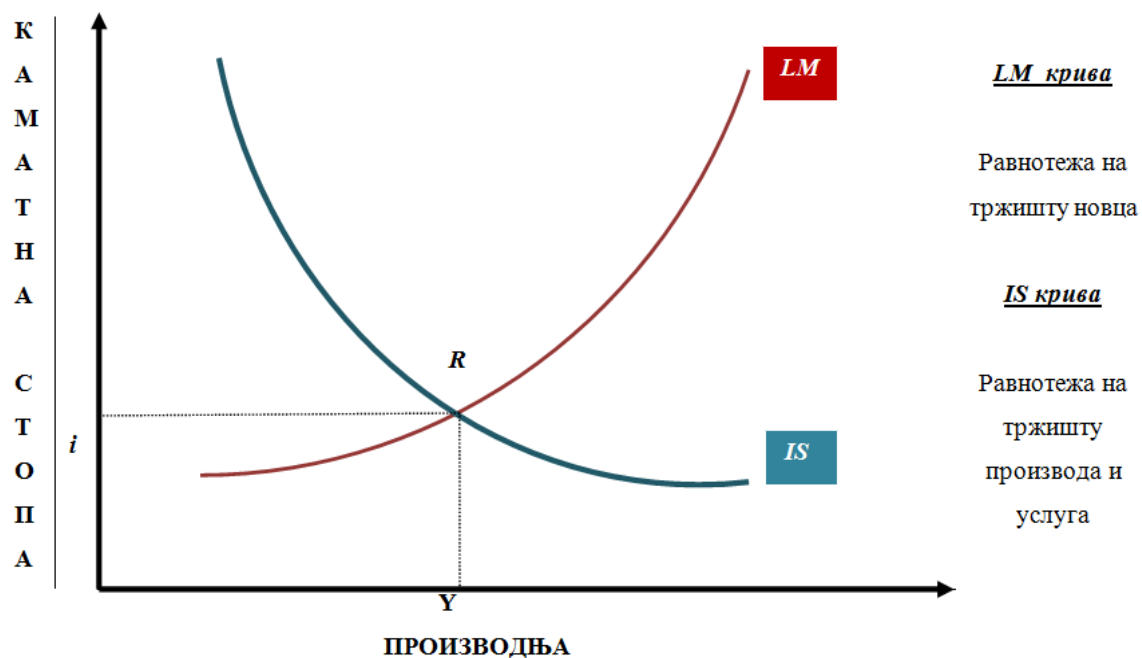
IS-LM модел представља једну од најзначајнијих интерпретација савремене макроекономске анализе. Помоћу њега могуће је илустровати утицај појединих мера и

¹⁴⁵ Blanchard, O. (2011) *Макроекономија*, Мате, Загреб, стр. 85.

инструмената макроекономске политике на промену висине кључних макроекономских варијабли, а посебно промену вредности обима производње.

У **IS-LM** моделу један инструмент макроекономске политике заузима значајно место. То је каматна стопа која представља детерминанту агрегатне тражње. Између кретања нивоа каматне стопе и односа агрегатне тражње и агрегатне понуде, постоји међузависност. С једне стране, како би се у привреди одржала макроекономска равнотежа неопходна је једнакост и стабилност агрегатне тражње и агрегатне понуде, упркос утицајима са стране, односно, упркос осцилацијама у нивоу каматне стопе (повећања или смањења). С друге стране, висина каматних стопа и величина производње јесте одређена равнотежом (или пак неравнотежом) на тржишту производа и услуга и тржишту новца. **IS-LM** модел има вредност за једну економију из разлога што се може користити у економском прогнозирању и оцени ефеката мера и инструмената монетарне и фискалне политике на тржиште производа и услуга и новца, али и на привреду у целини.¹⁴⁶

Слика 5.1. Модел IS-LM



Извор: скица аутора

¹⁴⁶ Mishkin, S. F. (2010) *Економија новца, банкарства и финансијских тржишта*, Мате, Загреб, стр. 515.

Равнотежа на тржишту производа и услуга значи да повећање каматне стопе доводи до смањења обима производње, што је представљено уз помоћ криве *IS*. Равнотежа на тржишту новца имплицира да повећање производње доводи до повећања каматне стопе, што је представљено кривом *LM*. Тачка **R** је такозвана равнотежна тачка на којој леже обе криве, и крива *IS* и крива *LM*, односно тачка у којој је постигнута равнотежно стање на тржишту новца и тржишту производа и услуга.

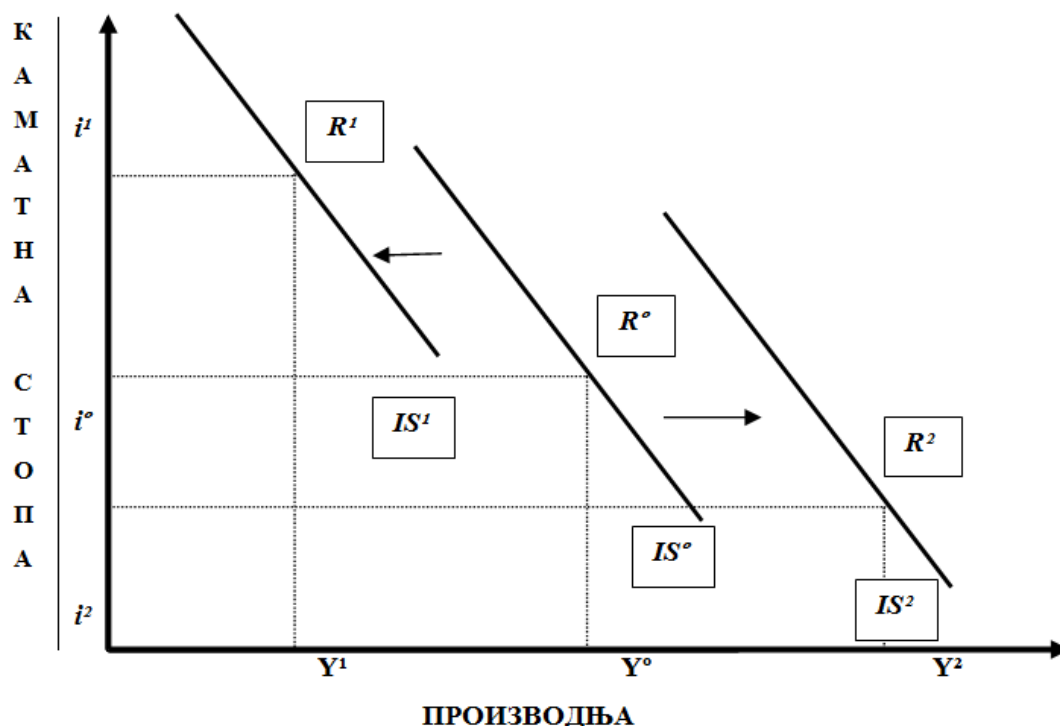
❖ **Фискална политика** као део економске политике тежи очувању макроекономске равнотеже у привреди, што чини коришћењем јавних прихода и јавних расхода у циљу деловања на агрегатну понуду и агрегатну тражњу. Зарад овог комплексног циља веома је значајна и координација фискалне политике (експанзивне или контракционе) са другим економским политикама.

На тржишту производа и услуга фискална политика је та која успоставља равнотежу са својим мерама и инструментима, што ће изазвати промену положаја *IS* криве у *IS-LM* моделу. Зависно од тога да ли се ради о инфлаторној или дефлаторној неравнотежи на тржишту, примениће се одговарајући вид фискалне политике, односно

- Антиинфлациона фискална политика (контракциона) којом се сузбија инфлациони „геп“, или
- Антидепресиона фискална политика (експанзивна) којом се сузбија дефлациони „геп“

Први случај у привреди се односи на постојање дефлационог „гепа“, односно стања депресије у привреди. Платежна способност становништва је на ниском нивоу, па као последица таквог стања долази до опадања агрегатне тражње за производима и услугама, што логично утиче негативно на обим производње. Ако погледамо слику 5.2, можемо видети да при мањем обиму производње Y^1 , каматна стопа је на високом нивоу i^1 . Као што знамо, висока каматна стопа делује дестимулативно на инвестиције, а стимулативно на штедњу. Но, пошто је привреда у стању депресије закључујемо да и новац који постоји јесте сачуван ван монетарних токова (не у виду штедње) и чека свој моменат када ће завршити у сфери потрошње. Економски субјекти са мањим расположивим дохотком имају већу склоност ка потрошњи и то зарад задовољења неких елементарних потреба.

Слика 5.2. Промена положаја IS криве

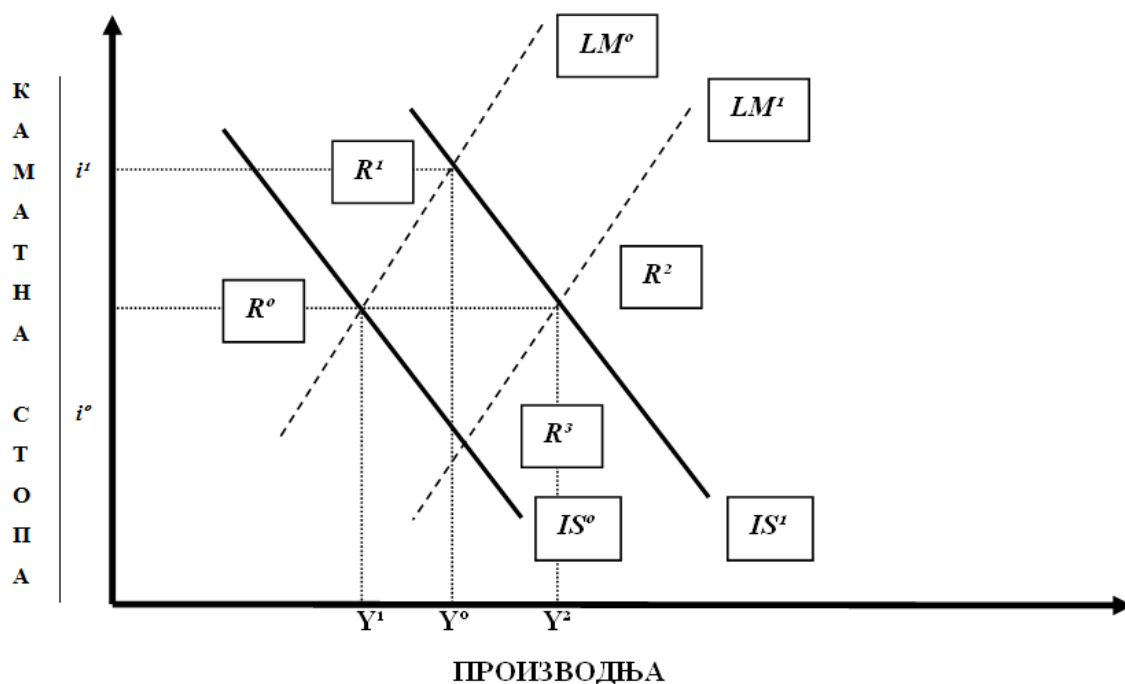


Извор: скица аутора

У оваквом случају у привреди коју карактерише стање депресије (крива IS^1), стање неопходности предузимања мера и иструмената економске политике којима би се попунио дефлациони „геп“, примениће се *антидепресиона фискална политика*, односно експанзивна фискална политика, која подразумева смањење пореза и повећање јавних расхода (јавних радова). Смањење пореског оптерећења или повећање јавних радова, доводи до вишег расположивог дохотка, што ће повећати тражњу за производима и услугама и на тај начин криву IS помера у десно са IS^1 , на IS^0 , односно доводи тржиште производа и услуга поновно у равнотежу.

Фискална стимулација агрегатне тражње истискује део приватне потрошње. Фискална експанзија доводи до вишег расположивог дохотка, али и виших каматних стопа. Виши ниво аутпута, који је изазван повећаном агрегатном тражњом за производима и услугама, изазива повећање тражене количине новца. Таква новонастала ситуација на тржишту се може решити само са вишим каматним стопама.

Слика 5.3. Фискална експанзија и померање IS криве



Извор: више аутора¹⁴⁷, 2010

На слици 5.3. може се видети како се услед фискалне експанзије помера крива IS , са IS^0 на IS^1 , али без утицаја на криву LM која остаје непромењена, тј. LM^0 . Равнотежа се помера из тачке R у тачку R^1 . Аутпут односно производња се повећава само са Y^0 на Y^1 , јер његова експанзија изазива раст каматне стопе са i^0 на i^1 , што пригушује повећање агрегатне тражње. У случају да је фискална експанзија праћена монетарном експанзијом са LM^0 , на LM^1 , политика може довести до повећања аутпута на Y^2 . Дакле, фискална експанзија изазива већи раст аутпута ако се монетарна политика олабави да би каматне стопе остале непромењене¹⁴⁸.

Повећањем потражње за производима и услугама утиче се на произвођаче да повећају своју производњу, да се од просте окрену проширеној репродукцији. Незапосленост се смањује, а национални доходак повећава. Повећањем обима тражње и тражене количине производа и услуга, долази до покретања мултипликатора. Национални доходак и запосленост се мултипликовано повећавају, што значи знатно

¹⁴⁷ Begg D., Fischer S., Dornbusch R. (2010) *Економија*, Дата Статус, Београд, стр. 420

¹⁴⁸ Исто, стр. 420.

веће повећање националног дохотка и запослености, него што су снижени порески издаци.

Други случај у привреди се односи на инфлаторну неравнотежу која захтева другачује потезе од стране фискалних органа. То је стање у привреди када имамо велики обим производње Y^2 , захваљујући ниском нивоу каматне стопе i^2 и положају криве IS^2 , десно од почетне равнотежне тачке R^0 , и криве IS^0 . Проблем настаје када се претера са потрошњом и дође до појаве прекомерне тражње, односно раста општег нивоа цена, што се у економији назива инфлација тражње. Да би неутралисала ову проблематичну појаву користи се *антиинфлациона фискална политика*, односно контракциона фискална политика. Она ће довести до повећања пореског оптерећења и прибећи ће се смањењу јавних радова, како би се тржиште производа и услуга довело поновно у стање равнотеже, односно како би агрегатна тражња, национални доходак, обим производње и засполеност нашли неки нови ниво равнотеже, са тачке R^2 на тачку R^0 (слика 5.3.). Контракционом фискалном политиком тежи се смањењу инфлације тражње, тако што ће се повећањем пореског оптерећења смањити расположив доходак код становништва. Смањиће се потражња за производима и услугама.

Као што смо имали код примене мера експанзивне фискалне политике, и код контракционе фискалне политике постоји нужност предузимања мера и инструмената монетарне политике. Контракција фискалне политике, односно антиинфлациона фискална политика изазива пад каматних стопа од стране монетарних органа. Да не би привреда упала у други велики проблем, депресију, неопходно је смањити каматне стопе и померити криву у положај LM^2 .

Ова констатација иде у прилог постављеној хипотези, да што је већа усклађеност мера и инструмената монетарне и фискалне политике, то су већи ефекти у финансијском сектору. У овом случају, говори се о мерама и инструментима реструктивне и експанзивне фискалне политике, али за задовољење постављене хипотезе, од великог је значаја и адекватна примена фискалних мера.

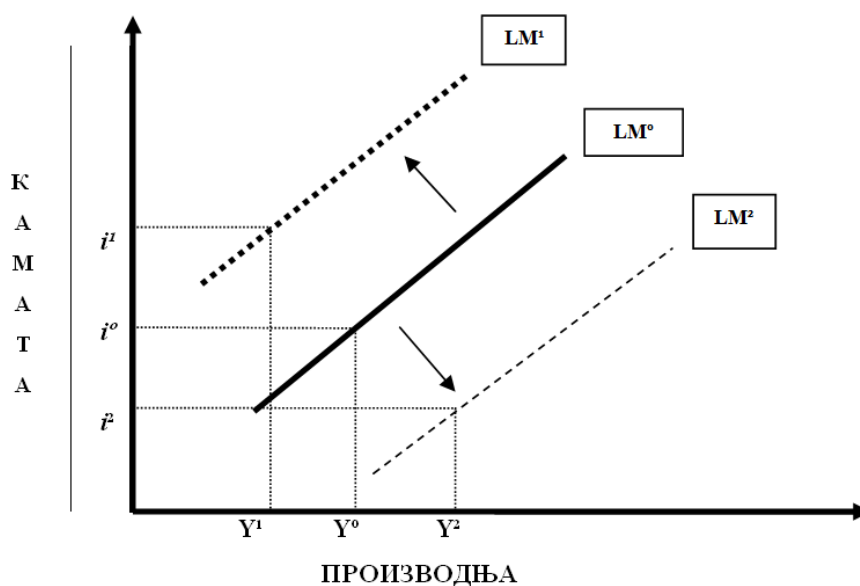
❖ **Монетарна политика**, као једна од економских политика, чија примена мера и инструмената битно утиче на одржавање макроекономске стабилности, јесте политика која се конкретно односи на количину новца у оптицају, односно на обим понуде новца и кредита на тржишту. Мерама и инструментима монетарне политике, расположива количина новца се на тржишту повећава или смањује.

Зависно од веће или мање понуде новца, кретаће се и ниво каматне стопе и обрнуто. Зависно од нивоа каматне стопе, на тржишту ће се располагати са већом или мањом количином новчане масе. Преко инструмента каматне стопе, монетарна политика делује индиректно и на инвестиције, потрошњу, штедњу, односно на агрегатну тражњу и бруто национални производ.

На тржишту новца монетарна политика је та која успоставља равнотежу са својим мерама и инструментима, што ће изазвати промену положаја ЛМ криве у ИС-ЛМ моделу. Зависно од тога да ли се ради о поремећају на тржишту, звани инфлација или дефлација, примениће се одговарајући вид монетарне политике, односно

- Рестриктивна (контракциона) монетарна политика којом се сузбија инфлациони „геп“, или
- Експанзивна монетарна политика, којом се сузбија дефлациони „геп“

Слика 5.4. Контракциона и експанзивна монетарна политика – ЛМ крива

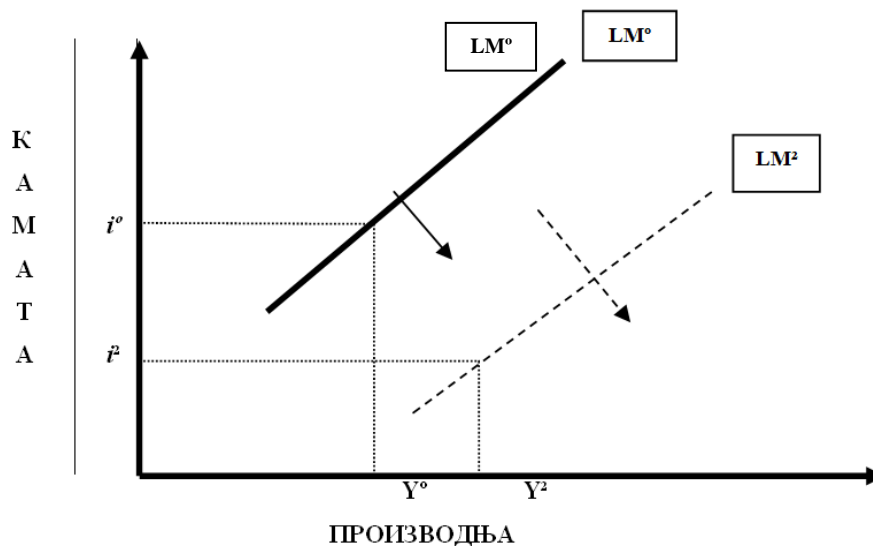


Извор: скица аутора

Први случај се везује за ситуацију када на тржишту располажемо са већом новчаном масом, односно када се понуда новца повећала. Услед веће количине новца, може доћи до повећања тражње за производима и услугама, за хартијама од вредности, а тиме и до повећаног обима производње Y^2 , што може изазвати прекомерну

потрошњу новца. Овај поремећај на тржишту се назива инфлација и тада крива **LM**, мења свој положај од положаја **LM⁰**, на положај **LM²**.

Слика 5.5. Кретање криве LM услед инфлације тражње



Извор: скица аутора

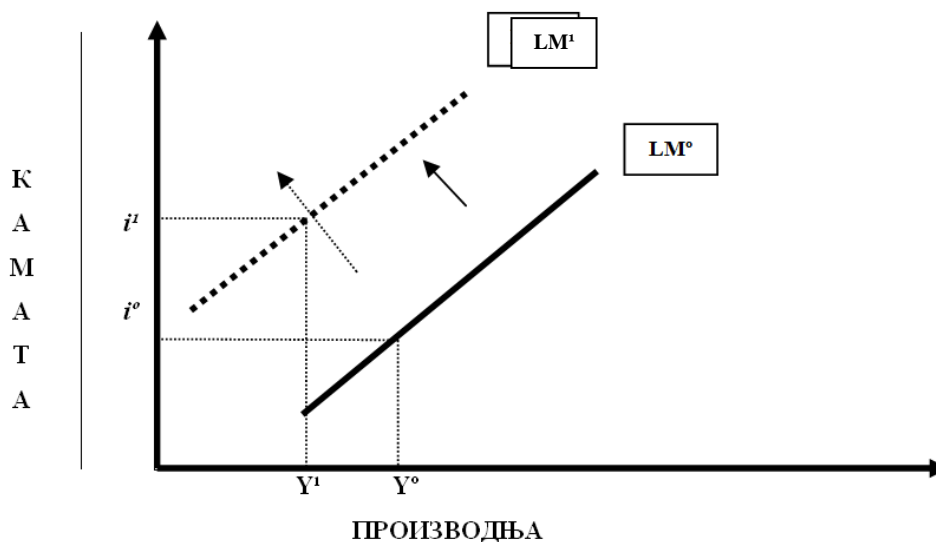
Како не би дошло до још већих поремећаја, монетарне власти ће уз помоћ повећања каматне стопе тежити да неутралишу инфлациони „геп“, јер већа каматна стопа дестимулативно делује на инвестиционе активности. Повећањем нивоа каматне стопе, долази до смањења количине новца у оптицају и контракције привредне активности. Тиме би требало да доведу привредни амбијент у стабилно стање, а положај криве **LM**, из положаја **LM²**, на положај **LM⁰**.

Ове контракционе мере монетарне политике могу изазвати смањење пореског оптерећења или покретање јавних радова. Усклађено деловање мера и инструмената монетарне и фискалне политике је од великог значаја у овом случају, како не би дошло до супротне ситуације, поремећаја привреде звани дефлациони „геп“.

Други случај се односи на стање депресије у привреди. Привредна активност је на ниском нивоу, па самим тим и обим производње је у положају **Y¹**. Услед мање количине новца, односно мање понуде новца, на тржишту је опао ниво агрегатне тражње за производима и услугама, хартијама од вредности, што је изазвало депресију и такозвани дефлациони „геп“. Оваква ситуација помера криву **LM**, од положаја **LM⁰**, на положај **LM¹**. Ако посматрамо могућности деловања монетарних органа, онда је то

свакако потез да се равнотежна каматна стопа i^0 , која је за овакве промењене мекроекономске варијабле висока, смањи на нижи ниво.

Слика 5.6. Кретање LM криве услед настајања дефлационог „гепа“



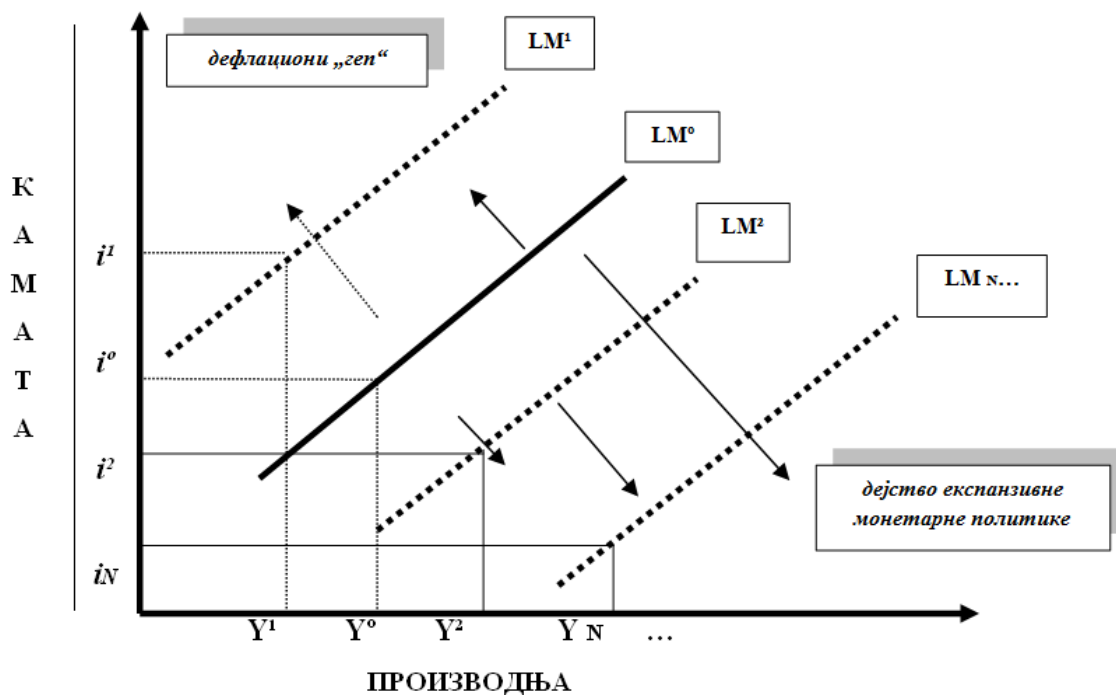
Извор: скица аутора

Применом експанзивне монетарне политике долази до повећања новчане масе у оптицају, и то услед примене смањења нивоа каматне стопе. Примену ове мере је изазвала депресивна ситуација у привреди, односно постојање дефлационог „гепа“. У таквој ситуацији, економска теорија би рекла да су становништво, домаћинства, предузећа већи део свог расположивог дохотка одвајали за штедњу, али велика вероватноћа у реалности јесте да долази до тезаурације новца (држања новца). Нема инвестиција, па их са смањењем каматне стопе монетарна власт тежи стимулисати. Смањена каматна стопа делује стимулативно на узимање кредита и инвестирање у различите пројекте, производне погоне и слично. Експанзивна монетарна политика, услед новог нивоа каматне стопе, који се креће од i^0 , до i^2 , доводи до померања криве LM^0 , на доле на нови положај LM^2 . Ако би се наставила емисија новца, LM крива би се даље померала на доле са још нижом каматном стопом и још већим друштвеним производом ($Y^0 - Y^2 - \dots Y_N \dots$). Наставак активне монетарне политике може довести до формирања негативне каматне стопе¹⁴⁹.

¹⁴⁹ Лабус, М. (1995) *Основи економије*, Југословенска књига, Београд, стр. 220.

Дакле, рестриктивна (контракциона) монетарна политика, смањује емисију новца на тржишту и помера криву ЛМ на горе, чиме смањује инвестициону и привредну активност на одређени временски период, док експанзивна монетарна политика повећава емисију новца на тржишту и помера ЛМ криву на доле, чиме подстиче инвестиције и до одређене границе повећава привредну активност (претераном експанзивном монетарном политиком долази до инфлације). У једном и у другом случају није пожељно по привредну стабилност да се претера са мерама и инструментима монетарне политике. Исто правило важи и за мере и инструменте фискалне политике.

Слика 5.7. Кретање криве ЛМ услед настајања дефлационог „гепа“



Извор: скица аутора

Од круцијалног је значаја за привреду једне земље, да мере и инструменти монетарне и фискалне политике буду усклађени. Лоше вођење једне политике може се неповољно одразити и поставити ограничења другој политици, што за резултат може имати негативне промене на макроекономски амбијент.

5.2. Координација и хармонизација мера и инструмената фискалне и монетарне политике

У циљу постизања макроекономске стабилности једне економије, у условима пада привредног раста, смањења стопе запослености, забрињавајуће стопе инфлације, постојања јавног дуга и изражених дефицита, ниске стопе инвестиционих активности, постојања монопола, неопходна је хармонизација и координација мера и инструмената фискалне и монетарне политике. Привреда је врло сложен динамички систем, са безброј повратних спрега, због чега није могуће наћи једноставно решење за привредну стабилизацију једним контролним механизмом који би привреду стално држао у динамичкој стабилности или који би је назад враћао у такву позицију.¹⁵⁰

У данашњем пословању и економској теорији, комбиновање и хармонизација мера и инструмената монетарне и фискалне политике је постала нужност. Мере и инструменти монетарне политике јесу само један сегмент економске политике којом се постиже макроекономска стабилност. Значајно место заузима и фискална политика са својим концептом. Реалност данашњице јесте да је немогуће посматрати остварење макроекономских циљева у условима одвојеног дејства ове две политике. Једноставно речено, од круцијалног значаја је хармонизовати и хомогенизовати их.

~ ~ ~

Велико изненађење макроекономских резултата у америчкој економији који указује на неопходност координације мера монетарне и фискалне политике, темељи се на енормном федералном буџетском дефициту после 80-тих година. Са 16 милијарди долара 1979. порастао је на 204 милијарде долара у 1986. години, па је зато постао централни проблем креатора економске политике. Економисти су дошло до закључка да су извори раста дефицита последица комбинације веома чврсте монетарне политике, смањења пореза, рецесије и издатака за одбрану, што је узроковало да ниво дефицита буде већи него што је икада био у америчкој економији. (Јосифидис, К, Ђукић, Ђ., Макроекономија, Футура публикација, Нови Сад, 1994., стр.305)

¹⁵⁰ Комазец, С., Ристић, Ж., Јовановић, М.(1996) *Економија: тржиште, капитал, мегадржава*“, Мегатренд, Београд, стр. 812.

У савременим условима, у којима влада главни светски процес - глобализација, мере и инструменти фискалне и монетарне политике се примењују, али уз уважавање свих њихових предности и недостатака у одређеним фазама привредних циклуса. Држава као носилац политике не поседује магичну формулу путем које ће одабрати најбољу и правовремену економску политику¹⁵¹. Постаћи агрегатну тражњу јесте основни циљ. Но, неопходно је водити рачуна да стимулисање агрегатне тражње буде без инфлаторних оптерећења привреде. Из претходно реченог, изводимо да је привредни раст и развој такође један од циљева макроекономске политике.

Два су услова за најбољу комбинацију мера и инструмената монетарне и фискалне политике:

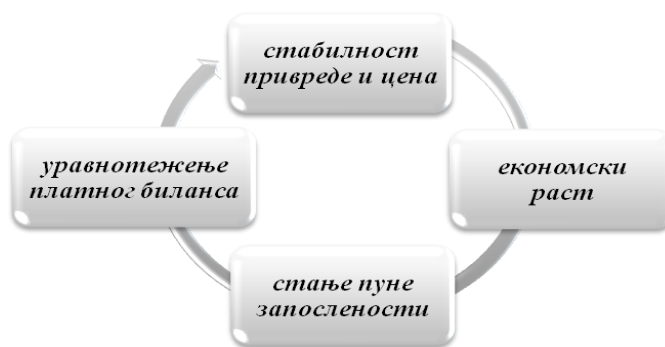
1. **Управљање тражњом**, помоћу које се стимулише привредна и инвестициона активност, а самим тим и целокупна национална економија,
2. Жељени **фискално – монетарни микс**, који равномерно врши расподелу улога и употребљивости мера и инструмената фискалних и монетарних снага у привреди.

Битно за споменути, јесте да постизање макроекономске стабилности у једној земљи, не зависи само искључиво од најбоље комбинације мера и инструмената монетарне и фискалне политике, чије кретање можемо видети у **IS-LM** моделу, већ и од примене осталих мера у оквирима макроекономске политике, а које се односе на девизни курс, платни биланс и друге, а које се јасно не виде у **IS-LM** моделу. Дакле, осетљива питања на која треба пружити одговоре, приликом постизања макроекономске стабилности, јесу:

1. *Како се најефикасније може постићи повећање стопе привредног раста, али без инфлаторног оптерећења привреде?*
2. *Како обезбедити стабилност цене без изазивања повећања стопе инфлације?*
3. *На који начин постићи високу стопу запослености, а да у привреди влада стабилност и то без инфлаторног оптерећења?*
4. *Како уравнотежити платни биланс у променљивом и турбулентном окружењу?*

¹⁵¹ Јосифидис, К., Ђорђе, Ђ. (1994) *Макроекономија*, Футура публикације, Нови Сад, стр. 305.

Слика 5.8. Макроекономски циљеви



Извор: скица аутора

Остаје дилема правилног остваривања макроекономских циљева и постизања стабилности у једној економији. С једне стране, модели обезбеђења стабилности могу бити прави и адекватни, али примењени у погрешном моменту или на погрешене сегменте једне националне економије, док с друге стране, модели монетарне и фискалне политике могу бити примењени на праве сегменте једне економије, али у потпуно не адекватном облику.

~ ~ ~

У периоду 1975. године креатори америчке макроекономске политике су одговорили на први нафтни шок применом експанзивне монетарне и фискалне политике, односно применили су смањење каматних стопа и пореског оптерећења. На тај начин, тежили су да стимулишу инвестиционе и привредне активности и покушају да одговоре на успорену потрошњу и инвестиције. Тада светска економија је бачена у рецесију.

Други нафтни шок је уследио у периоду од 1979-1980. године, када је цена нафте порасла са 13 долара по барелу на скоро 32 долара по барелу. Креатори макроекономске политике, применили су сасвим другачије мере економске политике, него у случају првог нафтног шока. Покушали су да генеришу привредни раст и развој уз помоћ мера рестриктивне монетарне и фискалне политике. Монетарни раст је у већини главних индустријских земаља био реструктиван, у покушају да се компензује раст инфлације који је пратиоповећање цене нафте. Борба против инфлације имала је високу цену у смислу запослености и производа, а рестриктивне макроекономске политике кочиле су одличан опоравак производње. Заправо, једва да је било времена да се отпочне са опоравком након нафтног шока, а светска економија је 1981.године упловила у највећу рецесију још од Велике депресије 30-тих. (Krugman, P., Obstfeld, M., Међународна економија, Дата Статус, Београд, 2009., стр.541)

Може се рећи да у данашње време постоји управо оваква ситуација, погрешног комбиновања мера и инструмената економске политике, а само из једног разлога који се односи на пресликавање монетарног и фискалног модела из развијених земаља у неразвијене и/или земље у развоју. Од великог је значаја следеће:

- I** не примењивати универзални модел мера и инструмената економске политике у земљама које се налазе на различитим, или чак сличним, нивоима развијености;
- II** зависно од поремећаја с којим се сусреће одређена национална економија, формирати адекватан фискално-монетарни микс који ће обезбедити остварење макроекономских циљева унутар граница те економије;
- III** имати у виду да постоје разлози зашто не може бити само једна идеална стратегија за све економије. Наиме, земље имају различите природне ресурсе и на различите начине акумулирају физички, институционални и људски капитал који им дају различите друштвене и економске капацитете и стога различите стратешке опције, а при томе , свака стратегија доноси неједнаке користи за различите класе и групе људи¹⁵².
- IV** адекватано формиран фискално-монетарни микс ускладити и са осталим специфичним циљевима економске политике, односно, циљевима у погледу платног биланса, циљевима који су везани за девизни курс и расподелу дохотка, а веома су битни за успостављање опште равнотеже;
- V** прилагођавати примену модела мера и инструмената економске политике, зависно од њихове рочности, односно какав ће ефекат имати одређена комбинација мера и инструмената монетарне и фискалне политике на кратак рок, а какве ће резултате постићи дугорочно посматрано.

¹⁵² Stretton, H. (1999) *Economics: a new introduction*, Pluto press, London-Sterling, Virginia, стр.761

Слика 5.9. Монетарна и фискална политика

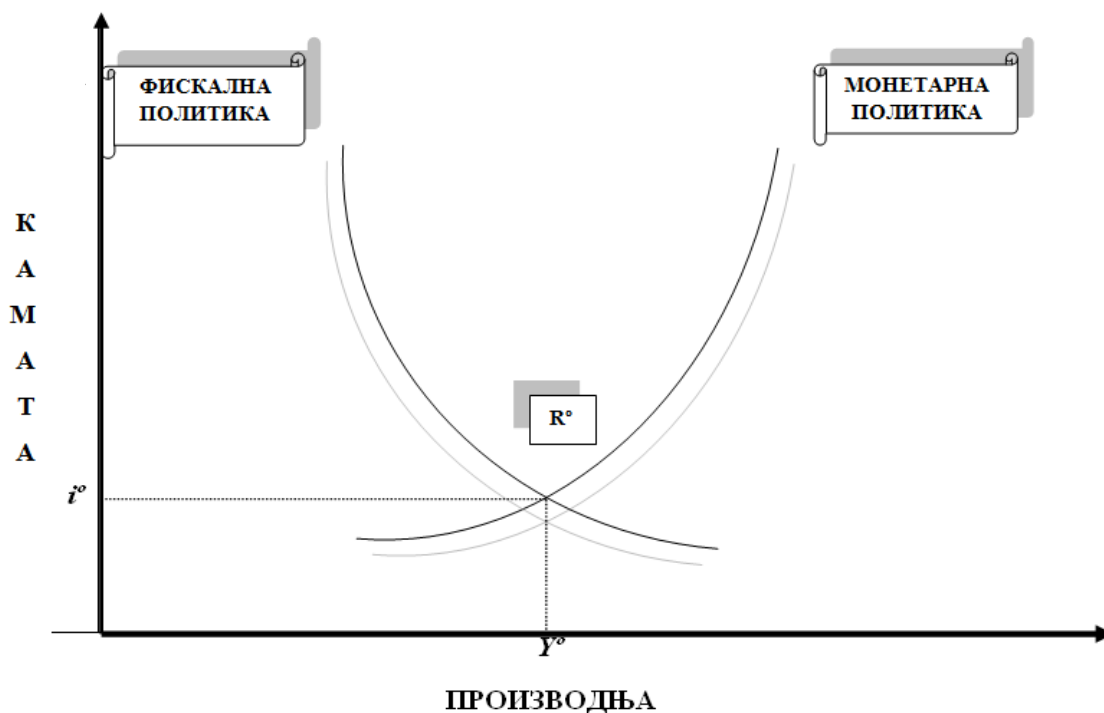


Извор: скица аутора

Како би се постигла општа стабилизација у одређеној привреди потребно је донети одлуку које мере и које инструменте применити, да ли дати предност фискалном концепту или монетарном, или пак одабрати комбинацију мера и инструмената обе политике. Постоје економисти са подељеним ставовима. Док једни сматрају да је довољно контролисати само монетарне агрегате како би се постигли макроекономски циљеви једне националне економије, а буџет има секундарни значај, други сматрају да је довољно водити одговарајућу политику буџета, односно адекватно управљати приходима и расходима, а да монетарни моменат није битан. Буџет, за њих представља кључну варијаблу макроекономске политике којом се регулише ниво агрегатне тражње.

Међутим, постоји и трећа струја економиста са ставом да је неопходан један компактни фискално-монетарни модел за успостављање макроекономске равнотеже и поспешивање привредног раста и развоја. Тај модел подразумева сусретање две економске политике, које заједничким дејством могу довести до стања равнотеже. Пресек крива ове две политике, крива **IS** и крива **LM**, и тачка равнотежног макроекономског стања **R^o** се може видети на следећој слици.

Слика 5.10. Пресек крива дејством мера монетарне и фискалне политике



Извор: скица аутора

Различитим новонасталим променама у укупној количини новца у оптицају и променама у пореском систему, јавним расходима, буџету, односно у фискалном систему једне привреде, долази до померања крива фискалне и монетарне политике и осцилација до неког новог равнотежног нивоа (нове тачке R^1 , R^2 , $R_n...$). Наравно, неусклађеност кретања ове две криве услед различитих промена у окружењу, довешће до неравнотеже, односно нестабилности у привреди. Доћи ће до монетарних и фискалних поремећаја у националној економији.

Модел комбиновања монетарних и фискалних мера и инструмената може се приказати путем једначине:

$$\Delta EA = \Delta M + \Delta \Phi$$

ΔEA – промене у економским активностима

ΔM – промена у монетарним агрегатима

$\Delta \Phi$ – промена у фискалним агрегатима

(порезима, расходима, јавним дуговима, промене у буџету)

Из изложене једноставне једначине види се да зависно од механизма монетарне и фискалне политике зависи у ком правцу ће се кретати економске активности, односно од стања привредне стабилности до стања привредне нестабилности. С обзиром на сложеност и динамичност привреде као целине, пред носиоцима економске политике налази се веома сложен задатак, а то је да утврде којим мерама и инструментима ове две политике приступити. Оно што је сигурно, јесте да је одређени ниво агрегатне тражње основни циљ обе политике.

Како би се повећао ниво агрегатне тражње, нужно је повећати претходно количину новца у оптицају, односно расположиви доходак становништва, домаћинства, предузећа и сл. Бруто национални доходак једне државе, као што знамо, можемо приказати на следећи начин¹⁵³:

$$\text{GNP} = \text{C} + \text{I} + \text{G} + (\text{X} - \text{M})$$

$$\text{GNP} = \text{C} + \text{I} + \text{G} + \text{нето доходак}$$

<p>C – приватна потрошња</p> <p>I - инвестиције</p> <p>G – јавна потрошња</p> <p>X – извоз робе и услуга</p> <p>M – увоз робе и услуга</p> <p>(X – M) – нето доходак остварен у остатку света</p>

Зависно од ситуација у којим се налази привреда расположиви доходак ће бити расподељен више на потрошњу (личну или јавну) и инвестиције у различите пројекте, затим на увоз неопходних добара, или ће већи део расположивог дохотка бити уложен у штедњу.

Наиме, ако генерално посматрамо привреду као једну целину, можемо привредне поремећаје поделити на стање смањене привредне активности, или стање повећане привредне активности. На први поглед, смањена привредна активност може представљати проблем и изазвати поремећај у стабилности једне националне

¹⁵³ Опште прихваћена формула, али аутор се ослања на: Blanchard, O. (2011) *Макроекономија*, Мате, Загреб, стр.46, стр. 398

економије. Међутим, и знатно повећање привредне активности може довести до великих економских проблема.

Стагнацију привреде у једној националној економији, па и опадања привредне активности, јесте изазвана смањењем агрегатне тражње. Агрегатна тражња, односно потражња производа и услуга од стране потрошача (на тржишту производа и услуга), на нивоу једне националне економије, може опадати једино у случају када се смањила платежна способност становништва. Разлог смањења платежне способности, односно куповне моћи јесте смањена количина новца у оптицају на тржишту новца. Смањењем количине новца, смањује се и расположиви доходак сваког појединца у земљи, па и појединачна тражња, а самим тим и расположиви доходак и агрегатна тражња на нивоу националне економије.

Пад привредног раста и смањена агрегатна тражња, подразумева да је дошло до дестимулације инвестиционих активности. У оваквим околностима у банкарском сектору реалност јесте постојање високог нивоа каматне стопе, што савакако делује стимулативно на штедњу, али дестимулативно на инвестиције. Међутим, становништво са мањим расположивим дохотком (што је случај у овом делу), сиромашнији делови становништва, нису у могућности много да уштеде. Они имају већу склоност као потрошњи, како би задовољили неке своје елементарне потребе. Стога, не остаје им много расположивог новца за штедњу. С друге стране, становништво са већим дохотком јесу у ситуацији да у апсолутном и релативном погледу више уштеде. Дакле, величина расположивог дохотка јесте пресудна у одлуци која се односи на већу или мању склоност ка штедњи или потрошњи.

~ ~ ~

Пре 85. година 31. октобра на скупу банкара из око 25 земаља света у Милану основан је Међународни институт за штедњу. Истовремено је установљен и Светски дан штедње, који се од тада обележава на различите начине. Недеља штедње која почиње 31. октобра и траје у првој недељи новембра по правилу буди велико интересовање штедиша (суфицилних економских субјеката). Често се недеља штедње продући на читав месец.

У претходним годинама у Републици Србији дан штедње је обележаван повећавањем каматних стопа на положене динарске и девизне депозите, увођењем неконвенционалних начина штедње и сличним промотивним акцијама. НБС је ослобађала своје пословне банке обавезних резерви, што је омогућило истим да своје каматне стопе подигну на виши ниво. У

2012. години Влада Србије је увела гаранцију на депозите до 50.000 ЕУР, а у 2009. години ослободила грађане плаћања пореза на оставрену камату по основу девизне штедње у пословним банкама¹⁵⁴. (Каматица, 2013)

Но, макроекономски поремећај у условима пад привредног раста, смањене агрегатне тражње, дестимулације инвестиција, а високих каматних стопа, може привреду одвести у стање депресије и опште незапослености. Настали дефлациони „геп“ може се неутралисати адекватним мерама и инструментима монетарне политике, али уз адекватну комбинацију са мерама и инструментима фискалне политике. Држава мора формирати одговарајући модел, тј. склоп мера и инструмената фискално-монетарног микса, јер што је боља усклађеност мера монетарне и фискалне политике, већа макроекономска стабилност.

Слика 5.11. Привредни поремећај – дефлациони „геп“



Извор: скица аутора

Какав фискално-монетарни модел променити?

Претпоставка је да у овом случају привредног поремећаја, најбоље ефекте даје експанзивна монетарна политика на дуг рок и смена антидепресивне фискалне политика са рестриктивом на кратак рок. Да би се подстакла потражња за производима у услугама, односно агрегатна тражња, становништво мора располагати са већом расположивом новчаном масом. Веома је битно да се у привреди подстакну инвестиције, а путем монетарне политике је то могуће учинити.

¹⁵⁴ Каматица (2013) *Како је настала недеља штедње*, <http://www.kamatica.com/>

Главни инструмент монетарне политике, референтна каматна стопа, може бити смањена од стране централне банке, а потом и од осталих пословних банака које је следе у операцијама на тржишту. Смањењем каматне стопе, делује се стимулативно на предузимање инвестиционих активности, а самим тим покреће се навише и агрегатна тражња. Омогућени просперитет привредне активности, уз помоћ експанзивне монетарне политике, мора се држати под контролом.

Наиме, уколико је примењена експанзивна монетарна политика, очекује се да ће бити примењена и експанзивна, односно антидепресиона фискална политика. С обзиром, да ће брже дејство на привредну експанзију имати смањење пореског оптерећења, у односу на смањење каматних стопа, онда је најбоља комбинација да се примени експанзивна монетарна политика, односно смањење каматних стопа и тиме стимулирати узимање кредита, односно инвестиција, уз краткорочу примену антидепресионе фискалне политике, односно смањено пореско оптерећење. Битно је да антидепресиона фискална политика буде спроведена краткорочно, јер прекомерном експанзијом инвестиционих активности, може доћи до инфлације тражње. Разлог преусмерења мера и инструмената фискалне политике на кратак рок, јесте управо због њиховог бржег дејства и постизања ефеката у националној привреди. Монетарна експанзија доводи до већег расположивог дохотка, веће агрегатне тражње, али и до примене контракционе фискалне политике, односно повећања пореских стопа, па самим тим повећања пореског оптерећења становништва, што ће смањити њихов расположиви доходак.

Ситуација се може поставити сасвим другачије. Уколико имамо примену фискалне експанзије, односно антидепресионе фискалне политике, у том случају експанзија и повећање расположиве новчане масе може изазвати повећање каматних стопа и примену контракционе монетарне политике. Фискална стимулација агрегатне тражње истискује део приватне потрошње. Виши ниво аутпута изазива раст каматних стопа које амортизују утицај фискалне експанзије на тражњу, тако што смањују поједине компоненте приватне потрошње.¹⁵⁵

У савремени фискални систем постоје уграђени такозвани аутоматски стабилизатори, као што су прогресивни порези, накнаде за случај незапослености и остале социјалне интервенције. Прогресивним опорезивањем се сматрају они код којих

¹⁵⁵ Begg D., Fischer S., Dornbusch R., (2010) *Економија*, Дата Статус, Београд, стр. 420.

пореске стопе брже расту са порастом дохотка, и на тај начин пружају одређену стабилност и сигурност. У ситуацији када почне опадати расположиви доходак, и уколико држава не интервенише на промену пореских стопа, свакако аутомаски падају буџетски приходи од пореза и то брже у односу на смањење аутпута. То треба да ублажи смањење агрегатне тражње, а ни производња неће стрмоглаво опадати. У условима постојања инфлационог „гепа“, прогресивно опорезивање снижава расположиви доходак становнштва, смањује агрегатну тражњу и успорава узлазну спиралу цена робе и услуга и цена фактора производње.¹⁵⁶

Без обзира на раније ставове монетариста или присталица фискалног концепта да су мере и инструменти ове две политике два сепаратисана дела, данас економисти се труде да их обједине као два дела, две економске дисциплине, али једне јединствене економске политике. Економисти теже да синхронизују њихова деловања, што јесте у складу са постављеним хипотезама докторске дисертације. Дакле, треба пажљиво бирати, из арсенала бројних мера различитих политика, мере које ће дати најбоље ефекете, односно најбољи „коктел“ за постизање макроекономских циљева. Најбољи „коктел“ варираће од земље до земље, од времена до времена, зависно од типа поремећаја равнотеже и карактеристика привредног система у којем треба да делује. Овде треба имати у виду следеће¹⁵⁷:

1. Монетарна политика је ефикаснија у периоду инфлације, док је фискална политика знатно ефикаснија у периоду депресије и незапослености. Из кејнзијанске економске теорије изведено је да у периоду рецесије, поремећаји се отклањају најбоље мерама фискалне политике. Међутим, постоје и ставови који се ослањају на монетаристички концепт, који заступа идеју да је много ефективније, брже и једноставније регулисати поремећај кориговањем количине новца у оптицају, у односу на кориговање прихода и расхода.
2. Монетарна политика је ефикаснија на плану одржавања опште ликвидности економских субјеката, понуде, пословне климе и екстерне економије, а фискална политика на плану регулисања унутрашње глобалне тражње, цена и нивоа запослености.
3. Монетарна политика је показала већу ефикасност у стимулисању инвестиција, док се применом мера фискалне политике ефикасније регулише општи ниво

¹⁵⁶ Миловановић, С., Царић, М. (2007) *Макроекономија*, Привредна академија, Нови Сад, стр. 226 – 228.

¹⁵⁷ Комазец С., Ристић Ж., Јовановић М. (1996) *Економија*, Мегатренд, Београд, стр. 815.

потрошње (личне и јавне потрошње). Међутим, код монетарних деловања треба имати у виду снажније снижење стопе унутрашњег раста које, на краatak рок, покреће механизме кочења раста агрегатне тражње, односно долази до формирања негативне стопе раста агрегатне тражње.

~ ~ ~

Понекад је исправна одлука одредити се за комбинацију две политике са супротним смеровима - повезивање фискалне контракције са монетарном експанзијом. То је био случај са Сједињеним Америчким Државама почетком 1990-тих. Када је Бил Клинтон изабран за председника 1992. године, један од његових приоритета био је смањење буџетског дефицита коришћењем комбинације смањења потрошње и повећања пореза. Међутим, Клинтон је био забринут да би таква фискална контракција сама по себи могла довести до смањења потражње и подстаћи нову рецесију. Исправна стратегија била је повезати фискалну контракцију са монетарном експанзијом. Ту су стратегију прихватили и спровели Бил Клинтон, који је био задужен за фискалну политику и Алан Гринспен, који је био задужен за монетарну политику. Резултат те стратегије био је смањење буџетског дефицита и постепено повећање производње. (Blanchard, O., Макроекономија, Мате, Загреб, 2011., стр.98)

Дакле, констатовано је да је привреда један врло сложен динамички систем, са безброј повратних спрега, због чега није могуће наћи једноставно решење за привредну стабилизацију једним контролним механизмом. Чак шта више, међу економистима постоје подељена мишљења око давања предности одређеним мерама економске политике. Наиме, већ смо упознати са ставом да креатори економске политике треба да користе фискалне мере како би стабилизовали вредност валуте, која је значајна за одржавање мекроекономске стабилности и конкурентске предности на иностраном тржишту, а не да користе монетарну политику за постизање стабилности цена и у борби против инфлације. За њих улога монетарне политике јесте да одређује краткорочне каматне стопе.¹⁵⁸

¹⁵⁸ Wray, L., R. (1998) *Money ad Taxis: the Chartalist approach*, SSRN Working Paper No. 222, <http://ssrn.com/>

Свакако, привредну стабилност је реалније и лакше достићи комбиновањем и хармонизацијом мера и инструмената монетарне и фискалне политике. Уколико држава тежи да осигура остварење основних макроекономских циљева, попут: стабилности цена, привредног раста, што мањег инфлаторног оптерећења привреде, остварење високе стопе запослености, битно је да поред интегрисања мера и инструмената монетарне и фискалне политике, носиоци економске политике, ускладе незаобилазне специфичне циљеве економске политике – циљеве у погледу платног биланса, циљеве везани за девизни курс и расподелу дохотка. Једино на тај начин је могуће очекивати неке жељене ефекте.

5.3. (Не) стандардне мере монетарне и фискалне политике у ванредним околностима

Детерминанте ефикасности макроекономске политике односе се првенствено на реално постављене циљеве и њихову усклађеност са доступним инструментима, затим на адекватну координираност мера и инструмената макроекономских политика, а потом на одабир најефикаснијих мера и правовременост у њиховој примени.

Од великог је значаја да у једној националној привреди креатори економске политике поставе пред себе реалне циљеве. Од привреде до привреде постоје различите актуелне макроекономске ситуације, чије карактеристике се односе на различит ниво привредног развоја, структуру привреде, однос са другим привредама и других привреда са одређеном националном привредом и њеним предузећима. Дакле, циљеви и њихова усклађеност са инструментима и мерама адекватно координираних макроекономских политика, зависиће од потенцијала одређене привреде у економском, привредном, друштвеном, политичком, социјалном смислу.

Уз адекватно селектоване циљеве, координиране мере макроекономске политике, неопходно је знати и када је најбољи тренутак за њихову реализацију и примену. Правовременост примене мера и инструмената макроекономске политике добија битну улогу у успостављању макроекономске стабилности. Наиме, уколико се

индетификује да одређени поремећаји имају привремен карактер у привреди, у том случају боље је и не предузимати ништа, него довести привреду у још неповољнији положај, на пример, пада БДП или повећане незапослености. С друге стране, постоји случај где постоји одложено деловање спроведених мера макроекономске политике, чему у прилог иде чињеница да највећи број мера макроекономске политике делује индиректно, односно дејство се види путем понашања економских субјеката.

У одређеним фазама привредне коњуктеуре креатори економске политике ће препустити аутоматским стабилизаторима да доведу привреду до стабилности, а некада ће сами спроводити мере макроекономске политике. На пример, приликом повећавања стопе незапослености у једној земљи, аутоматски би се требали активирати уграђени стабилизатори који би повећали помоћ незапосленима, а што свакако јесу средства из буџета државе. Међутим, некада аутоматско регулисање макроекономске ситуације може довести до продубљивања проблема.

Уколико је реч о регулисаној економији од стране креатора економске политике, тада се у привреди могу спровести стандардне и нестандартне мере. Овај раздор између облика спроведених мера долази управо из различитог нивоа развијености привреде и њене структуре, обима и рочности новонасталих околности, као и из очекивања потенцијалног развоја ситуације у будућности од стране компетентних креатора економске политике. С обзиром, да се у овој докторској дисертацији пажња усмерава на монетарну и фискалну политику, дефинисаћемо кратак осврт на спровођење стандардних мера ових политика, при чему је наравно неоспорна њихова координација са осталим економским политикама.

Креатори економске политике, преко монетарне политике утичу на макроекономске агрегате, попут тражње, производње, цена. Конкретније речено, монетарна политика врши тај утицај путем трансмисионих канала. Познато је да монетарна политика утиче на тржиште новца и финансијско тржиште, али неминовна је појава преливања даљег утицаја на тржиште производа и услуга, а самим тим и на макроекономске показатеље, попут БДП, БНП, кретање стопе инфлације, одосно цена, као и стопе запослености. На крају, привредна активност и вредност инфлације повратно утичу на дејство и ефекте монетарне политике.

Уколико на тржишту дође до пораста новчане масе, доћи ће и до повећања тражње за производима у услугама, а и хартијама од вредности, што ће изазвати

повећање БДП. У таквој ситуацији, путем аутоматских стабилизатора долази до опадања каматних стопа, што ће стимулативно деловати на подизање кредита у банкама, односно подстаћи ће инвестиције. То је експанзивна монетарна политика. Битно је напоменути да овакав угао посматрања има смисао само уколико постоји изражена еластичност инвестиција на промену каматне стопе. У супротном, услед постојања нееластичности инвестиција на промену каматних стопа, монетарна политика има веома ограничен домет. У оваквој ситуацији, креатори економске политике делују тако што ће предузети стандардну меру повећања каматних стопа и то да не би прекомерна потрошња довела до инфлације.

Уколико пак на тржишту дође до пада новчане масе, доћи ће до смањења ликвидности економских субјеката у привреди, па ће у првом моменту бити стимулисана штедња, због повећаних каматних стопа, док не дође до још већег смањења новчане масе на тржишту (контракциона - рестриктивна монетарна политика). У таквој ситуацији нису више стимулисани ни да штеде, већ долази до тезаурације новца. Неизбежно је да дође до смањења инвестиционих активности и успоравања привредних активности, када креатори економске политике предузимају стандардне мере смањења каматних стопа, ради стимулисања улагања у привредних активности.

Фискална политика путем свог трансмисионог механизма преноси импулс у привреди који изазивају дискреционе мере владе у циљу пораста или контракције економске активности¹⁵⁹. Фискална политика својим инструментима, убирањем јавних прихода (пореза) и извршавањем јавних расхода делује путем трансмисионих канала на промене у односима основних макроекономских агрегата и на понашање привредних субјеката. Дејство трансмисионог механизма фискалне политике може се видети путем смањења пореских стопа или повећања јавних расхода, као мере експанзивне економске политике и путем повећања пореских стопа или смањења јавних расхода, као мере рестриктивне економске политике, којима влада жели да утиче на обуздавање претеране тражње и потрошње.

¹⁵⁹ Гњатовић, Д., Грбић, В. (2009) *Економска политика: Теорија – анализа - примена*, Мегатренд Универзитет, Београд, стр. 38

Уколико у привреди имамо депресију, примена мера пореске политике подразумева да се смањи пореско оптерећење становништву. У том случају становништво ће на располагању имати више новчаних средстава, што ће повећати склоност ка потрошњи. Тиме је покренута ланчана реакција. Већом потражњом производа и услуга утиче се на произвођаче да повећају своју производњу, што ће их навести да запошљавају нове раднике. Повећава се запосленост, као и национални доходак. Повећањем обима тражње и тражене количине производа и услуга, долази до покретања мултипликатора. Такође, када привреда крене низлазном путањом на којој се сусреће са незапосленошћу, падом обима производње, депресијом, прво приступа буџетској политици и то повећању јавних расхода кроз јавне радове. Циљ ове политике јесте да се за што краћи временски период да радно место незапосленом становништву. Ово је експанзивна фискална политика, путем које се у привреди повећавају инвестиције. Наравно, треба водити рачуна да се не доведе до прекомерне потрошње.

Када се привреда нађе у ситуацији да има прекомерну потрошњу, тј. инфлацију тражње, односно ситуацију када у привреди постоји стање пуне запослености, када становништво располаже са већим дохотком, и захваљујући томе тражња за производима и услугама расте и с временом наставља да расте, а истовремено привреда нема потенцијала и могућности да повећава фонд производа за продају, односно робе, пошто нема више на тржишту рада незапослених. Тада се држава труди да попуни инфлациони „геп“ или повећањем пореза или смањењем јавних радова. То је контракциона (рестриктивна) фискална политика.

Дакле, уколико се ради о макроекономској нестабилности која се односи на прекомерни раст потрошње производа и услуга, тада монетарни органи повећавају каматну стопу, а фискални органи пореско оптерећење или смањују јавне расходе, док у случају смањења привредне активности монетарни органи спроводе мере смањења каматних стопа, а фискални органи приступају пореским подстицајима и повећавању јавних радова (расхода).

Реално постављени циљеви и њихова усклађеност са доступним инструментима, адекватна координираност мера и инструмената макроекономских политика, одабир најефикаснијих мера и правовременост у њиховој примени, не морају увек захтевати

стандардне мере макроекономске политике, које бележи теорија. Често теорија и пракса немају подударност.

Јесте да креатори монетарних и фискалних сфера једне националне економије предузимају стандардне потезе балансирања одређеном макроекономском ситуацијом, односно да у вођењу економске политике влада стандардизација спровођења и дејства мера, међутим, околности се мењају услед ванредних шокова. Када у једном макроекономском амбијенту наступе ванредне околности, попут светске финансијске кризе 2008. године, то захтева одступање од устаљеног режима и увођење иновираних мера. Продубљивање кризе 2008. године нагнало је креаторе економске политике да иновирају трансмисионе механизме монетарне политике чија је ефикасност доведена у питање. Каматна стопа је толико била флексибилна, да је доспела на најниже вредности, што је произвело кредитну експанзију, али без адекватне провере кредибилитета субјеката. Таква ситуација одузима подстицаје покретања неких економских активности, што угрожава привреду и макроекономску стабилност, а и сама централна банка не може једноставним стандардним мерама помоћи ликвидност банака, а затим и привредних субјеката и становништва. Када је каматна стопа близу нуле или једнака нули, класична монетарна политика не може је даље обарати на дуги рок¹⁶⁰. Централна банка Јапана је прва која је представила политику „нулте каматне стопе“ и која је усвојила нови оквир монетарних попуштања (олакшица)¹⁶¹.

Отвара се дилема како подстаћи агрегатну тражњу и обезбедити ликвидност, што ће даље утицати на покретање нових економских активности и на тај начин позитивно деловати на привреду и смањити дејство ванредних околности. Одговор на дилему јесу управо нестандартне мере које су у неким земљама почеле са применом и пре избијања светске финансијске кризе 2008. године (као што је Јапан), а то су¹⁶²:

¹⁶⁰ Јованцаи, А., Стакић, Н. (2013) *Нестандардне мере монетарне политике*, Банкарство, бр.1, Београд, <http://www.ubs-asb.com/Portals/0/Casopis/2013/1/UBS-Bankarstvo-1-2013-Jovancai-Stakic.pdf>

¹⁶¹ Shirakawa, M. (2002) *One Year under „Quantitative easing“*, Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, IMES Discussion Paper Series 2002-E-3, <http://www.imes.boj.or.jp/research/papers/english/02-E-03.pdf>

¹⁶² Нестандардне мере дефинисане на основу рада: Јованцаи, А., Стакић, Н. (2013) *Нестандардне мере монетарне политике*, Банкарство, бр.1, Београд, <http://www.ubs-asb.com/Portals/0/Casopis/2013/1/UBS-Bankarstvo-1-2013-Jovancai-Stakic.pdf>

1. **Квантитативне олакшице** – подразумевају обезбеђење одређене *резерве банакама* (што веће),
2. **Кредитне олакшице** – подразумевају обезбеђење *бољих кредитних услова* за становништво и привредне субјекте.
3. **Квалитативне олакшице** – подразумевају обезбеђење *више ликвидности*, путем куповине ликвидне финансијске активе, што смањује ризичност.

Заједничка карактеристика овим нестандартним мерама, јесте олакшица у квантитативном и квалитативном смислу, и у смислу бољих кредитних услова.

~ ~ ~

Саопштење из кабинет гувернера 06. март 2014. - Извршни одбор Народне банке Србије је одлучио да референтну каматну стопу задржи на непромењеном нивоу од 9,5%. Констатовано је да се међугодишња стопа инфлације у јануару вратила у циљане границе, како је НБС и најављивала. Опрезно вођење монетарне политике налаже тренутно повећана нестабилност на међународним финансијским тржиштима, проузрокована геополитичким превирањима и одлуком ФЕД-а да постепено смањује обим квантитативног попуштања, што појачава опрез инвеститора и може имати негативан утицај на прилив капитала. Тиме Народна банка Србије доприноси ценовној и финансијској стабилности на средњи рок. Такође, очекује се да ће доследно спровођење мера фискалне консолидације допринети смањењу изложености домаће економије спољним ризицима због поменутих дешавања и пада ликвидности на међународним финансијским тржиштима¹⁶³(НБС, 2014)

Како се мере економске политике разликују између земаља, зависно од степена развијености, куповне моћи становништва и животног стандарда, расположивих ресурса, нивоа технолошке развијености и сличног, тако се и мере монетарне политике разликују, што стандардне, што и нестандартне мере. Наравно да је од значаја развијеност финансијског система, структура банкарског система и мера које су спровођене у прошлости. Дакле, како функционише спровођење нестандартних мера?

Поменуте нестандартне мере подразумевају да централна банка купује различите облике финансијске активе од разних финансијских и нефинансијских институција, при чему се акценат куповине ставља на дугорочне финансијске

¹⁶³ Народна банка Србије (2014) *Саопштење извршног одбора НБС*, датум увида: 12.04.2014.

инструменте и то по могућству на оне који су окарактерисани као високо ликвидни, не би ли се остварила квалитативна олакшица.

~ ~ ~

Приликом избијања светске финансијске кризе, ФЕД је у свом билансу држао трезорске записе у висини од 800 милијарди долара. Крајем новембра 2008. године, почео је да откупљује 600 милијарди долара хипотекарних ХОВ. До марта 2009, у свом билансу је поседовао активу вредну 1,75 хиљада милијарди долара, сачињену углавном од банкарских дугова, хипотекарних заложница и трезорских записа. У јуну 2010., процес квантитативних олакшица достигао је свој врхунац с обзиром да је актива износила импозантних 2,1 хиљаде милијарди долара, што је око 15% БДП-а САД¹⁶⁴. (Censky, 2010.)

Куповином финансијских инструмената централна банка повећава новчану масу продаваца финансијске активе и повећава њихову ликвидност. Централна банка може куповати дугорочне државне обвезнице или неке корпоративне хартије од вредности. Продавци финансијских инструмената даље могу и не морају, куповати неки други финансијски инструмент (попут акција), што ће имати за последицу повећање цене финансијских инструмената. Тада се подстиче и агрегатна тражња у одређеној националној економији, подстицањем становништва и привредних субјеката на потрошњу. Како су банке повећале своје резерве путем квантитативних олакшица, оне могу и не морају, давати кредите зајмотражиоцима. Одлука је на њима да просуде да ли ће постати кредитно активне или не.

~ ~ ~

У периоду када је америчко финансијско тржиште уздрмано 2008. године, америчка влада је уложила стотине милијарди долара (око 700 милијарди долара) за откуп вредносних папира везаних за лоше стамбене кредите да би спасла банке од ненаплативог хипотекарног дуга, као најновију у низу мера предузетих да се земља избави из финансијске кризе. У септембру исте године, влада већ је морала да преузме хипотекарне компаније Фани Ме и Фреди Мак да би их спасла, као и да ускочи да помогне водећој осигуравајућој кући АИГ, док је четврта највећа банка у Америци Лиман брадерс банкротирала. Реакцијана цена је била да су деонице на

¹⁶⁴ Censky, A. (2010) *QE2: Fed pulls the trigger*, CNNmoney.com, November 2010. http://money.cnn.com/2010/11/03/news/economy/fed_decision/index.htm, датум увида: 8.04.2014.

америчкој берзи одмах скочиле, а Дау Џоунс индекс је био у плус 3,4%. Друге светске берзе су такође позитивно реаговале . (Политика, 2008)

Не би ли се постигла ефикасност макроекономске политике и у ванредним привредним коњукурама од великог је значаја одабир најефикаснијих мера и правовременост у њиховој примени. Централне банке широм света (Јапан, САД, Велика Британија и др) су прошириле дијапазо својих монетарних мера уз адекватно синхронизовање са фискалним мерама, не би ли у кризном периоду спречили урушавање финанијског система и обезбедиле опоравак привреде, односно макроекономску стабилност.

ШЕСТО ПОГЛАВЈЕ

ПРИМЕНА МЕРА И ИНСТРУМЕНАТА МОНЕТАРНЕ И ФИСКАЛНЕ ПОЛИТИКЕ



6. ПРИМЕНА МЕРА И ИНСТРУМЕНАТА МОНЕТАРНЕ И ФИСКАЛНЕ ПОЛИТИКЕ

У овом делу докторске дисертације, на основу кабинетског истраживања, приказана је примена мера и инструмената монетарне и фискалне политике у привредама развијених земаља, односно *Сједињених Америчких Држава и у Јапану*, као развијеним земаљама, које су међу првима примениле потпуно нестандартне мере у време светске економске кризе 2008. године и начинили једну иновацију у домену економске политике; и у земаља у транзицији, односно *Бугарске, Румуније, Хрватске и Републике Србије*. Анализа се односи на период 2000-2013. године. Наиме, циљ истраживања јесте да се прикажу различити приступи макроекономској политици који су услед рестриктивних или експанзивних фискалних и монетарних мера имали различите резултате.

Први део поглавља се односи на примену мера и инструмената монетарне и фискалне политике у привредама развијених земаља, у периоду од 2000. до 2013. године. Анализирајући макроекономске показатеље показало се да су различити приступи били условљени динамичним кретањима макроекономских агрегата, који су водили привреду у поремећаје, од велике депресије 30-тих година, преко два нафтна шока, рецесије осамдесетих година, до финансијске кризе двехиљадитих година.

Универзално решење за успостављање макроекономске равнотеже није постојало за ове економије. Такође, приликом приказа различите комбинације мера и инструмената монетарне и фискалне политике, укључен је и моменат незапостављања осталих циљева макроекономске политике (циљеве у погледу платног биланса, циљеве везане за девизни курс и расподелу дохотка), који заједно имају импликацију на макроекономску стабилност у земљи.

Други део поглавља је посвећен истраживању примене мера и инструмената монетарне и фискалне политике привредама земаља у транзицији, односно формирана је анализа макроекономских показатеља Бугарске, Румуније и Хрватске у периоду од 2000. до 2013. године., као анализа земаља које су последње приступиле европској интеграцији, а налазе се у суседству Републике Србије. Макроекономски агрегати, који су узети у разматрање, а од велике су важности за приказ слике макроекономског амбијента у овим националним економијама, јесу:

БДП – јер константно постоји тежња власти да остваре високе стопе економског раста у дугом року, односно, раст који се одржава током година, а није само привремена појава. У том циљу држава такође покушати да постигне стабилан раст, избегавајући стање рецесије и прекомерног краткорочног раста који не може да опстане¹⁶⁵. Ради одржавања високе стопе економског раста, што ни мало није лак посао, држава се често задужује, па се стога разматра и **учешће државног дуга у БДП**.

Незапосленост - јер свака држава има за циљ да обезбеди да што је могуће нижу незапосленост, не само због самих незапослених становника државе, већ и зато што то представља губитак људских ресурса и што постојање незапослености представља одлив из јавних прихода¹⁶⁶.

Инфлација – јер се свака држава труди да мерама своје економске политике задржи стопу инфлације на стабилном и ниском нивоу, што и олакшава процес економског одлучивања. Због анализе поменутих макроекономских агрегата, и њиховог утицаја и на фискалну сферу (и фискалне сфере на њихове вредности), анализиран је **државни буџет и његово учешће у БДП**.

Након анализирања макроекономског амбијента ове три земље и закључних поређења и разматрања, направљена је анализа примене мера и инструмената монетарне и фискалне политике Републике Србије, а потом и поређење кретања њених макроекономских показатеља са истим показатељима Бугарске, Румуније и Хрватске. Оправдање поређења макроекономских показатеља и примена мера и инструмената монетарне и фикслане политике ове четири земље јесте у њиховој сличности према територијалном фактору, нивоу развијености и тежњи ка испуњавању истих услова и циљева ради приступања у Европску унију, у којој су Бугарска и Румунија добиле чланство 2007., а Хрватска 2013. године.

¹⁶⁵ Soloman, J., Sutcliffe, M. (2004) *Economic for Business*, Prentice Hall/Financial Times, England, str.547.

¹⁶⁶ Исто, стр.547.

6.1. Примена мера и инструмената монетарне и фискалне политике у развијеним земљама

На основу података од стране Међународног монетарног фонда (ММФ) у табели 6.1, могу се видети кретања вредности кључних макроекономских агрегата, не би ли се стекла слика о примени мера и инструмената монетарне и фискалне политике у периоду од 2000. до 2013. године. На основу изложених података, може се стећи увид у процентуалне промене реалног БДП-а, стопе инфлације, стопе незапослености и извести закључак како су креатори економских политика Јапана и Сједињених Америчких Држава усмеравали мере монетарне и фискалне политике. Различити су приступи макроекономској политици.

Слика 6.1. Макроекономски показатељи развијених земаља за период од 2000. до 2013. године

МАКРОЕКОНОМСКИ ПОКАЗАТЕЉИ (у %)													
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
J													
A	Реални БДП (% промене)	2.26	0.35	0.29	1.68	2.36	1.30	1.69	2.19	-1.04	4.53	-0.75	2.22
II	Инфлација (% промене)	-0.65	-0.80	-0.9	-0.25	-0.01	-0.27	0.24	0.06	1.37	-0.71	-0.28	0.04
A	Незапосленост	4.73	5.04	5.36	5.24	4.71	4.42	4.11	3.83	3.96	5.02	4.56	4.51
С	Реални БДП (% промене)	4.14	1.08	1.81	2.54	3.46	3.07	2.65	1.91	-0.33	2.39	1.80	2.1
A	Инфлација (% промене)	3.37	2.82	1.60	2.29	2.66	3.37	3.22	2.87	3.81	-0.32	1.64	1.96
Д	Незапосленост	3.97	4.74	5.78	5.99	5.54	5.08	4.60	4.62	5.8	9.27	8.9	8.22

Извор: ММФ, World Economic Outlook Database, 2012.

1 International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, October 2012, http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2012/02/weodata/weorept.aspx?pr.x=2&pr.y=1&sy=2000&ey=2013&scsr=1&ssd=1&sort=country&ds=.&br=1&c=158%2C111&s=NGDP_RPCH%2CPCRPCH%2CLUR%2CGGR_NGDP%2CGGXOILB_NGDP&gp=0&a=#download, дата: 26.04.2014.

Уколико посматрамо кретање вредности реалног БДП у Јапану, може се видети да постоји континуитет повећања привредне активности од 2000. године, па све до 2008. године када је избила светска економска и финансијска криза. За стопу незапослености се не може исто рећи, јер је почетак двехиљадитих година обележила са растом, али након 2003. и она је имала позитивну тенденцију кретања (ка смањењу). Међутим, период избијања кризе, оставио је последице и на стопу незапослености, која 2008. године почиње поновно да се повећава. Што се тиче стопе инфлације, она има слично кретање реалном БДП, што значи да је у јапанској привреди обезбеђена стабилност између с једне стране, привредне стабилности и развоја, и с друге стране, малих инфлационих притисака на привреду. Ако су креатори јапанске економске политике успели да стимулишу привредну активност експанзивним мерама, монетарним или фискалним, уз држање под контролом инфлације, поставља се питање финансирања привредних активности (потрошње која не ствара инфлационе притиске).

Табела 6.2 Учешће бруто државног дуга у БДП у Јапану у периоду 2000 - 2012. године

Ј А П А Н												
Укупни дуг државе/БДП												
2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
140.14	153.63	163.99	169.57	180.67	186.43	185.99	183.01	191.81	210.24	215.29	229.6	236.56

Извор: MMF, World Economic Outlook Database, 2012

Уколико погледамо и учешће државног дуга у БДП (табела 6.2), наћи ће се одговор на питање. Током целог посматраног периода креатори фискалне политике додатно задужују државу, па је учешће државног дуга у БДП од 140,14% у 2000., порастао до 191,81% у кризној 2008. години. Тренд задуживања се наставио до 244.98% у 2013. години.

У периоду након избијања светске економске и финансијске кризе, на основу макроекономских показатеља из табеле 6.1, може се запазити да су креатори економске политике, посветили већу пажњу антиинфлационој политици, а занемарили привредну

активност, јер реални БДП бележи и смањење од -5,52% у 2009. и -0,75% у 2011. години, док је стопа инфлације већ 2009. године обуздана контракционим монетарним мерама и бележи смањење.

Разлог посвећивања веће пажње обуздавању стопе инфлације, креатора економске политике Јапна, налази се у њиховој историји. Јапан као једна од најјачих привреда у свету, сусретали су се са високим инфлационим притисцима, са наглашеним опадањем БДП и порастом стопе незапослености. Седамдесетих и осамдесетих година њихову националну економију је карактерисала висока стопа инфлације, и то у периоду 1973-1982. инфлација је била 8,6%. Због лабаве монетарне политике инфлација је расла и у великој мери оптеретила јапанску привреду, а посебно 1989. године, као последица оваквих инфлационих притисака, дошло је до наглих скокова цена некретнина и акција у Јапану. Како не би дошло до претераног пораста цене активе, односно до „надувавања финансијског мехура“, централна банка Јапана¹⁶⁷ се ослонила на мере и инструменте монетарне политике, и то рестриктивне мере.¹⁶⁸

С друге стране, привредна активност је била на завидном нивоу, и то са растом реалног БДП по глави становника од 8,5% у периоду седамдесетих година, и од око 3% у периоду осамдесетих година¹⁶⁹. Незапосленост је чинила свега 1-2% од укупне радне снаге, да би крајем осамдесетих година високим каматним стопама, односно рестриктивним мерама, извршена контракција привредне активности, повећање стопе незапослености, а тиме и промена у токијском берзанском ценовном индексу, што је изазвало кризу јапанског банкарског система, чиме је јапанска привреда ушла у рецесију. Чак до 2005. године криза није јењавала.

Због растућег јавног дуга, влада Јапана је прибегла комбиновању мере смањења каматних стопа са контракционим мерама фискалне политике, односно повећањем

¹⁶⁷ Централна банка је Банка Јапана (Bank of Japan) основана 1882. године и послује као јединствена институција са свим овлашћењима централне банке и реалтивно великим степеном независности.- Капор, П., (2007) *Банкарство са основама банкарског пословања и међународним банкарством*, Мегатренд универзитет, Београд

¹⁶⁸ Krugman, P., Obstfeld, M. (2009) *Међународна економија*, Дата Статус, Београд, стр.541

¹⁶⁹ Исто, стр.541

пореског оптерећења. Међутим, задужење је наставило да се повећава, уз слабљење националне валуте - ЈРЎ (табела 6.2), а ситуација са привредном активношћу се променила, чему у прилог говоре и ниске процентуалне промене реалног БДП у периоду 2000-2013.

Велики проблем за једну земљу јесте када се њени велики и значајни трговински партнери налазе у стању економске нестабилности. Управо овакви поремећаји су задесили земље у развоју у Источној Азији, које су од великог значаја за Јапан, а управо из Јапана се прелила криза у њихове привреде. Успоравање јапанске привреде непосредно је утицало на слабљење привреда земаља у развоју у Источној Азији.

Велики утицај на поремећај макроекономске равнотеже у источноазијским земљама, имао је девизни курс. Наиме, ове земље су прилагођавале своју националну валуту према америчком долару. Своје девизне курсеве су фиксирани за амерички долар. Како су источноазијске валуте имале тенденцију јачања вредности, односно ап्रेसијације вредности према јапанском јену, а јен према долару, тако су и на тај начин дестимулисали извоз, а стимулисали увоз. На релацији земаља у развоју источне Азије и Јапана, дошло је до слабљења увозне тражње у источној Азији, као последица знатно успореног привредног раста Јапана, дестимулације извоза и апресирани валуте. Тиме је смањена конкурентност њихових производа и услуга на иностраним тржиштима.

Ово је доказ да монетарне власти требају одржавати стабилност националне валуте, тако да нема нити прекомерне ап्रेसијације, нити прекомерног слабљења вредности валуте. С једне стране, ојачана вредност јена, чинила је њихово задужење мањим, јефтинијим, али с друге стране није добро нити за једну привреду да дестимулише извоз, а стимулише увоз производа и услуга, јер смањујује њихову конкурентност.

Несигурност која је владала у Јапану, оставила је трагове и на Сједињене Америчке Државе, а с друге стране светска економска и финансијска криза која је лета 2007. године избила у Америци, прелила се у остатак света. Због тога је важно сагледати какви су макроекономски показатељи у периоду 2000-2013. године, у Сједињеним Америчким Државама (табела 6.1)

Уколико посматрамо кретање вредности реалног БДП у САД-у, може се уочити континуитет повећања привредне активности до 2008. године када је криза попримила велике размере и када се смањује реални БДП за - 0,33%. Као и у јапанској економији стопа незапослености се повећавала до 2004. године, када је уследило смањење стопе које је потрајало наредне три године. Криза је учинила да поред смањења привредне активности, повећа се и незапосленост. Што се тиче инфлације, евидентна су мања или већа повећања стопе раста, све до 2009. године, када бележи смањење инфлационих притисака од -0,32%. Поред оваквих кретања макроекономских агрегата из табеле 6.1, евидентно је и постојање задужености САД (табела 6.3), са тенденцијом благог раста.

Табела 6.3 Учешће бруто државног дуга у БДП у САД у периоду 2000-2012. године

СЈЕДИЊЕНЕ АМЕРИЧКЕ ДРЖАВЕ												
Укупни дуг државе/БДП												
2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
54.83	54.74	57.11	60.42	68.26	67.86	66.62	67.16	76.13	89.65	98.61	102.9	107.1

Извор: IMF, World Economic Outlook Database, 2012

Почетком двехиљадитих година у америчкој економији, монетарне власти, односно Федералне резерве, су примениле експанзивну монетарну политику, док су са фискалног аспекта, ове мере допуњене са експанзивним фискалним мерама. Федералне резерве су смањиле каматне стопе, што је било праћено и са великим смањењем пореског оптерећења¹⁷⁰. У кратком року, позитивни ефекти су могли бити видљиви, али у дужем временском периоду, експанзивне мере економске политике и повећане инвестиционе активности, довеле су до великих буџетских дефицита, и то вредности попут дефицита који је постојао у време реганизма двадесетак година уназад. Задуженост државе је такође расла. С обзиром да је значајан део америчког дефицита финансиран од стране остатка света, а посебно од стране азијске централне банке

¹⁷⁰ За смањење каматних стопа и смањење пореза, изузетно се залаго председник Џорџ Буш, због чега је рецесија кратко трајала.

логично је да несигурност у овом азијском региону отвара велике проблеме америчкој влади, па и повећану задуженост државе, односно веће оптерећење БДП од стране државног дуга (табела 6.3).

Ово је изискивало поновно трагање за новом адекватном комбинацијом и хармонизацијом мера монетарне и фискалне политике. Ако би насупрот, смањеним каматним и пореским стопама, креатори економске политике, применили нагло у примену контракционе монетарне и фискалне политике, то би довело америчку привреду у нови макроекономски поремећај. Смањењем инвестиционе активности знатно би се успорио привредни раст. Дакле, фискална контракција не би била пожељна, али исто тако не може се очекивати да ће странци увек бити расположени за финансирање дефицита текућег рачуна САД-у.

Дефинитивно, нестабилност је кулминирала лета 2007. године када је избила светска економска и финансијска криза, односно може се рећи светска хипотекарна криза САД. Главни узрок светске хипотекарне кризе у Америци јесте период експанзивних мера монетарне политике. У америчким банкама су се позајмљивала финансијска средства по врло ниским дугорочним каматним стопама, како би се стимулисала инвестициона активност и повећала агрегатна тражња. Повећана куповна моћ становништва, повећава потражњу за производима и услугама, а уједно са растом тражње, расту и цене. Ниже каматне стопе су утицале на повећање америчких цена, што је становништво стимулисало да се још више задужују на штету домаћег капитала, као и да се троши више националног дохотка. Државни дуг је додатно оптеретио привреду, односно БДП. Са 76,13% у 2008. години, учешће државног дуга у БДП се повећао на 89,65%. Управо због тога, забрињавајуће је било то што како су се каматне стопе смањивале, тако је се повећавао амерички дефицит. Тада, су многи дошли у ситуацију да не могу вратити позајмице због великих каматних стопа, које су повећавале њихову обавезу.

Дакле, логично је да што је наглашеније смањење каматних стопа, што изазива наглашеније повећање агрегатне тражње, то ће бити већи буџетски дефицит, а то ће условити и већу задуженост државе у одређеној мери. Ова претпоставка је се и доказала отприлике у периоду од 2003. до 2007. године. Инфлација је услед повећане потрошње расла, што је узроковало и раст привредне активности, односно раст реалног БДП, али уз постепено смањење стопе раста до 2007. године. Занимљиво је да је

поменути период ишао у корист незапослености која се смањила од 5.99% у 2003. на 4,62% у 2007. години. На крају овог периода, лета 2007. године дошло је до пуцања нараслог „финанијског мехура“ у америчкој економији, односно настала је велика светска финансијска криза, која се потом „домино ефектом“ прелила и у остатак света.

Када су у макроекономском амбијенту ових развијених националних економија наступиле овакве ванредне околности, то је захтевало одступање од устаљеног режима и увођење иновираних мера. Продубљивање кризе 2008. године нагнало је креаторе економске политике да иновирају трансмисионе механизме монетарне политике чија је ефикасност доведена у питање. Каматна стопа је толико била флексибилна, да је доспела на најниже вредности, што је произвело кредитну експанзију, али без адекватне провере кредибилитета субјеката. Таква ситуација одузима подстицаје покретања неких економских активности, што угрожава привреду и макроекономску стабилност, а и сама централна банка не може једноставним стандардним мерама помоћи ликвидност банака, а затим и привредних субјеката и становништва. Наиме, Централна банка Јапана је прва која је представила политику „нулте каматне стопе“ и која је усвојила нови оквир монетарних попуштања (олакшица)¹⁷¹.

Поставила се дилема пред креаторе економске политике: *како подстаћи агрегатну тражњу и обезбедити ликвидност, што ће даље утицати на покретање нових економских активности и на тај начин позитивно деловати на привреду и смањити дејство ванредних околност?*

Као одговор на дилему, креатори економске политике Јапана су почели са применом квантитативних, кредитних и квалитативних олакшица (које су представљене у претходном поглављу), а за њима и централна банка САД, Велика Британије и остале централне банке развијених земаља. Прошириле су дијапазо својих монетарних мера уз адекватно синхронизовање са фискалним мерама, не би ли у кризном периоду спречили урушавање финансијског система и обезбедиле опоравак привреде, односно макроекономску стабилност.

¹⁷¹ Shirakawa, M. (2002) *One Year under „Quantitative easing“*, Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, IMES Discussion Paper Series 2002-E-3, <http://www.imes.boj.or.jp/research/papers/english/02-E-03.pdf>

Евидентно је да иако се говори о привредама развијених земаља свака земља је имала доста успона и падова у вођењу своје економске политике. Због тога, постоји константна дилема економиста око дефинисања најбоље комбинације мера и инструмената монетарне и фискалне политике, како би се превазишла општа макроекономска нестабилност, и остварило позитивно дејство и што већи ефекат на реални и финансијски сектор.

Сходно томе, може рећи да су помоћне хипотезе Х2 (што је већа усклађеност мера и инструмената фискалне и монетарне политике у њиховом деловању на реални сектор, то су већи ефекти на привредни раст и развој) и Х3 (што је већа усклађеност мера и инструмената монетарне и фискалне политике, то су већи ефекти у финансијском сектору), као и генерална хипотеза (што је већи степен усклађености мера и инструмената монетарне и фискалне политике, то је њихов ефекат у укупној економској политици већи), потврђене.

6.2. Примена мера и инструмената монетарне и фискалне политике у земљама у транзицији

Овај део докторске дисертације посвећен је истраживању примене мера и инструмената монетарне и фискалне политике привредама земаља у равоју, односно формирана је анализа макроекономских показатеља Бугарске, Румуније и Хрватске у периоду од 2000. до 2013. године, као анализа земаља које су последње приступиле европској интеграцији, а налазе се у суседству Републике Србије.

Након анализирања макроекономског амбијента ове три земље и закључних поређења и разматрања, направљена је анализа примене мера и инструмената монетарне и фискалне политике Републике Србије, а потом и поређење кретања њених макроекономских показатеља са истим показатељима Бугарске, Румуније и Хрватске. Оправдање поређења макроекономских показатеља и примена мера и инструмената монетарне и фискалне политике ове четири земље јесте у њиховој сличности према територијалном фактору, нивоу развијености и тежњи ка испуњавању истих услова и циљева ради приступања у Европску унију, у којој су 2007. године Бугарска и Румунија добиле чланство, а Хрватска 2013. године.

6.2.1. Примена мера и инструмената монетарне и фискалне политике у привреди Бугарске

Макроекономски показатељи Бугарске у табели 6.4, могу нам пружити слику комбиновања контракционих и експанзивних мера монетарне и фискалне политике у периоду од 2000. до 2012. године, од стране креатора економске политике Бугарске.

Табела 6.4. Макроекономски показатељи Бугарске у период од 2000-2013. године

МАКРОЕКОНОМСКИ ПОКАЗАТЕЉИ (у %)			
	РАСТ БДП	ПРОМЕНА ИНФЛАЦИЈЕ	НЕЗАПОСЛЕНОСТ
2000	5.7	10.3	16.4
2001	4.2	7.4	19.5
2002	4.7	5.8	18.2
2003	5.5	2.3	13.7
2004	6.7	6.1	12.1
2005	6.4	6	10.1
2006	6.5	7.4	9
2007	6.4	7.6	6.9
2008	6.2	12	5.6
2009	-5.5	2.5	6.8
2010	0.4	3	10.3
2011	1.8	3.4	11.3
2012	0.8	2.4	12.3
2013	*172	0,4	12,9

Извор : European Commision, Eurostat, 2014.

Јасно се може видети да раст БДП у 2000. години који износи 5,7%, има благе осцилације у кретању до 2004. године, када се привредна активност опоравила, тако да је раст БДП износио 6,7%. Уколико се осврнемо на анализу по годинама, може се

¹⁷² Недоступан податак раста БДП за 2013. годину

видети да је у периоду 2000-2001. године посвећена већа пажња таргетирању инфлације, чија се промена при томе смањила са 10,3 на 7,4%, док истовремено раст привредне активности опада, што је последично деловало на повећање стопе незапослености са 16,4 на чак 19,5%. Велика стопа незапослености је свакако резултат усмерења креатора економске политике на проблем инфлације, а занемаривање стимулисање привредних активности и самим тим поспешивања запослености.

Слика 6.2. Учешће државног дуга у БДП у Бугарској (у %)



Извор: Trading Economics, 2014.

Такође, период 2000-2001. године карактерише високо учешће државног дуга у БДП у вредности од 72,5% са тенденцијом смањења у 2001. години на 66%. Наставком са антиинфлационом политиком од 2001. године, и додатним мерама за експанзију привредне активности, раст БДП се побољшао за 11,90%, а стопа незапослености смањила за неких -6,67%.

Позитиван тренд кретања ова четири макроекономска агрегата наставила су до 2004. године, тако да је у 2003. раст БДП износио 5,5%, процентуална промена стопе инфлације опала на 2,3% (у односу на 10,3% у 2000. години), незапосленост опала на 13,7% (што је задовољавајуће кретање овог показатеља у односу на 2001. годину када је незапосленост била 19,5%), а учешће државног дуга у БДП се смањује до 52,4% у 2003. и 44,4% у 2004. години.

Оваквим трендовима кретањима можемо додати и чињеницу да су се бугарске монетарне власти ради одржавања стабилности националне валуте, придржавале режима фиксног девизног курса. Посматрајући кретање реалног ефективног девизног курса у табели 6.5, може се видети да је курс пре 2005. године, која је и узета као базна

година у табели (2005=100), био мањи у односу на поменућу годину, али са тенденцијом опадања вредности лева, односно девалвирања.

Табела 6.5. Кретање реалног ¹⁷³ефективног девизног курса Бугарске (BGN)¹⁷⁴

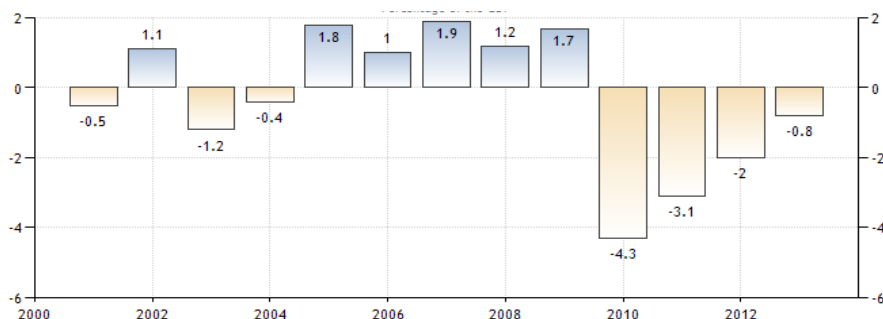
(индекси потрошачких цена-27 трговинских партнера, базна 2005=100)

2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
84.80	89.62	92.65	93.95	97.29	100.00	104.73	109.63	119.55	124.47	124.43	124.86	124.64

Извор: European Commission, Eurostat¹⁷⁵, 2014.

Међутим, како нам слика 6.3. показује, од 2000. до 2004. године државни буџет је имао осцилација у својој вредности. Наиме, период 2000-2001. Бугарска бележи дефицит буџета од -0,5% учешћа у БДП, да би 2002. године остварила благи суфицит од 1,1% учешћа у БДП, што се није задржало као дугорочније стање државног буџета, па се већ 2003-2004. бележио дефицит, и то: -1,2% у 2003. и у 2004. године -0,4% учешћа у БДП.

Слика 6.3. Учешће државног буџета у БДП у Бугарској



Извор: Trading Economics, 2014.

¹⁷³ Реални ефективни курс је индекс којим се мери реална промена вредности домаће валуте у односу на вредност корпе иностраних валута земаља најважнијих економских партнера националне економије. Рачуна се тако што се номинални ефективни курс валуте дефлационира релативном разликом између домаће инфлације и инфлације земаља чије валуте улазе у обрачун номиналног ефективног курса.

¹⁷⁴Методологија обрачуна:

http://ec.europa.eu/economy_finance/db_indicators/competitiveness/documents/technical_annex_en.pdf,

¹⁷⁵European Commission, Eurostata,

http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/statistics/search_database, датум увида: 18.04.2014.

У овом анализираном периоду, може се уочити усклађеност мера и инструмената монетарне и фискалне политике у њиховом ефикасном дејству на реални сектор, што обезбеђује побољшање макроекономских агрегата привредног раста и развоја, али не тако ефикасном и у финансијском сектору. Овом констатацијом потврђују се помоћна хипотезе Х2, која гласи: *Што је већи степен усклађености мера и инструмената монетарне и фискалне политике у њиховом деловању на реални сектор, то су већи ефекти на привредни раст и развој.* Изузетак оваквог закључка јесте 2002. година, која бележи следеће податке:

- повећање стопе раста БДП на 4,7%, што утиче на смањење стопе незапослености за -6,67%,
- смањење промене стопе инфлације са 7,4% у 2001. на 5,8% у 2002. години,
- и остварење буџетског суфицита, у вредности од 1,1% учешћа државног буџета у БДП и смањење учешћа државног дуга у БДП са 72,5% из 2001. на 66% у 2002. години.

Макроекономски показатељи Бугарске за 2002. годину обезбеђују потврду хипотеза Х2 и Х3, које подразумевају ефикасно деловање мера и инструмената монетарне и фискалне политике у реалном и финансијском сектору, односно, што говори у прилог потврде генералне хипотезе која гласи: *Што је већи степен усклађености мера и инструмената монетарне и фискалне политике, то је њихов ефекат у укупној економској политици већи.*

Анализирајући табелу 6.4, може се закључити да су креатори економске политике увидевши да је инфлација од 2001-2003. године стабилна, преоријентисали своју политику на експанзију привредне активности (антидепресивну политику) и самим тим остварили позитивне ефекте на стопу незапослености. Године 2004. раст БДП коначно превазилази раст из 2000. године са растом од 6,7%, док стопа незапослености наставља да опада и то на 12,1%.

Међутим, у том периоду промена стопе инфлације креће да расте са 6,1% у 2004., на 7,4% у 2006., 7,6% у 2007., до 12% у 2008. години, што је праћено са позитивним кретањем вредности државног буџета, који има следеће учешће у БДП: од дефицита у вредности - 0,4% у 2004., суфицита од 1,8% у 2005., суфицита од 1% у

2006., суфицит од 1,9% у 2007., до поновно суфицита 2008. године од 1,2% учешћа државног буџета у БДП.

Након оствареног раста БДП у 2004. години, већ у наредној 2005. години раст БДП бележи благи пад од -4,48%, промена стопе инфлације има занемарљиво кретање од -1,64%, док стопа незапослености и даље има тренд смањења. Занимљиво је управо то што ови показатељи указују на недовољно таргетирање инфлације, а уз то и неадекватно подстицање привредне активности.

Може се закључити да су ови макроекономски показатељи резултат неефикасног коришћења постојећих ресурса и фактора производње у Бугарској. Како се може закључити да креатори економске политике нису добро таргетирали инфлацију, тако се на основу ових показатеља може извести закључак да се јесте радило на запошљавању људских ресурса, али не и добром таргетирању привредних сектора, односно дошло је до неравномерности раста сектора привреде.

Насупрот новонасталом проблему негативног кретања вредности приказаних агрегата и неравномерности раста у привреди Бугарске, на основу слике 6.2 и 6.3, евидентно је позитивно кретање по питању стања буџета и задужености земље. Наиме, у 2005. години остварен је буџетски суфицит од 1,8% учешћа државног буџета у БДП, као и смањење учешћа државног дуга у БДП, са 44,4% на 37%.

Мере за подстицање привредне активности у наредном периоду нису уродиле плодом, с обзиром на благе осцилације раста БДП, од повећања у 2006. години за 1,56%, а одмах потом смањења у 2007. години за -1,54%. Позитивно кретање има стопа незапослености, и стопа учешћа државног буџета и државног дуга у БДП, и поред девалвације националне валуте, док промена стопе инфлације наставља да расте, као што је већ напоменуто. Дакле, може се уочити хармонизованост мера и инструмената монетарне и фискалне политике у њиховом ефикасном дејству на финансијски сектор, што потврђује помоћну хипотезу Х3, која гласи: *Што је већи степен усклађености мера и инструмената монетарне и фискалне политике, то су већи ефекти у финансијском сектору.* Овакав тренд кретања у финансијском сектору, наставио се до 2009. године.

Приступање Бугарске, великој регионалној интеграцији, Европској унији, 1. јануара 2007. године, може се рећи да није оставило значајних трагова на

макроекономске показатеље и да неосетне осцилације у расту БДП у претходне две године јесу управо резултат припрема за приступање овој интеграцији. Промене које су обележиле 2007. годину:

- смањење учешћа државног дуга у БДП и остварење суфицита у државном буџету;
- смањење привредне активности за -1,54%, уз смањење стопе незапослености (незапосленост од 2000. године бележи позитиван тренд кретања),
- наставак девалвирања националне валуте у односу на базну годину, и
- повећање промена стопе инфлације на 7,6%, што се може објаснити укидањем царинских баријера у међусобној трговини са осталих 26 чланица ЕУ, што је изазвало продор различитих производа и услуга и повећану конкуренцију (многи производи чланица ЕУ су презентовани по нижим ценама, него што је то било на бугарском тржишту добара, што је за последицу имало општи пораст цена, односно већу инфлацију).

На основу представљених података, може се уочити да се тренд ефикаснијег дејства мера и инструмената монетарне и фискалне политике у финансијском сектору наставља, што наводи на закључак да у години приступања ЕУ, Бугарска није била у стању потпуне макроекономске равнотеже.

Прва година чланства обележена је светском финансијском и економском кризом, која је ескалирала крајем 2008. године, и оставила последице на земље широм света, па и на Бугарску и Румунију које су 2007. године заједно пруступиле Европској унији. Током прве године чланства, Бугарска је остварила мању привредну активност и забележила смањење раста БДП за 3,13% које је праћено континуираним смањењем стопе незапослености на ниво од 5,6%. Свакако и са овим малим осцилацијама у расту БДП, привредна активност у Бугарској јесте стабилна, што је праћено и са благим и стабилним осцилацијама учешћа буџета у БДП.

Међутим, као последица светске економске и финансијске кризе 2009. године долази до драстичног пада вредности раста БДП на - 5,5%, што се рефлектовало на даље пројекције буџета. У 2009. години имала је суфицит буџета од 1,7% БДП, а у 2010. години буџетски дефицит од 4,37% БДП. Даље кретање учешћа државног буџета у БДП указују на постојање дефицита (слика 6.3). До 2009. године учешће државног дуга у БДП континуирано се смањује, а потом бележи период повећања.

Макроекономски показатељ који указује на стање тржишне и монетарне нестабилности у 2008. године, промена инфлације, порасла је на 12%. Може се закључити да су креатори економске политике, ову алармантност схватили веома озбиљно, јер су у наредном периоду применили антиинфлациону политику и таргетирањем инфлације довели снизили стопу инфлације у 2009. години. Значај неутралисања ефекта високе инфлације јесте управо у томе што се таква монетарна нестабилност могла одразити и на остале земље чланице ЕУ, а то Европска централна банка никако није смела дозволити.

То је разлог што је се пажња пре свега посветила неутралисању инфлационих оптерећења, а с друге стране, занемарена је привредна активност, па и незапосленост која од 2000. године, по први пут показује раст стопе са 5,6 на 6,8%. Обезбеђењем стабилности када је инфлаторно оптерећење привреде у питању, креатори економске политике су се од 2009. године окренули подстицању привредне активности. Раст БДП од 1,8%, у 2011. години указује на подстакнуте инвестиционе активности у привреди, али уједно и на веће задужење земље, које износи 16,2% учешћа државног дуга у БДП, са тенденцијом раста у наредном периоду (16,3% у 2012. и 18,5% у 2013.).

У истом посматраном периоду од 2009-2012. године, стопа незапослености имала тенденцију раста, и то од 6,8% у 2009. до 12,3% у 2012. години. Позитивно кретање је забележено код буџетског дефицита. Евидентно је постојање буџетског дефицита, али оно што је битно, јесте да постоји тенденција опадања, и то: -4,3% у 2010., -3,1% у 2011. и у 2012. учешће државног буџета у БДП од -2%. Овај период је окарактерисан и са благим осцилацијама у кретању реалног ефективног девизног курса. Наиме, 2010. и 2012. године евидентна су мања слабљења вредности валуте у односу на базну 2005. годину, него што су биле процентуалне промене претходних година.

На основу приказаних кретања макроекономских агрегата, може се уочити да постоји константна потреба за комбиновањем антиинфлационих и антидепресивних мера, како у реалном, тако и у финансијском сектору, али да након 2002. године не постоји једна јединствена мера и инструмент којим би се одржавала макроекономска равнотежа. Дакле, сем у 2002. години, хипотезе Х2 и Х3, наизменично имају потврду у економској политици Бугарске, али не и свеобухватну потврду генералне хипотезе Х1.

Последњи посматрани период од 2008-2012. године, односно период преливања кризе, може се ставити у паралелу са почетком ове деценије, а конкретно слична ситуација процењена на основу макроекономских показатеља јесте у 2001. и 2012. години. Обе године су окарактерисане са високом стопом незапослености, добро таргетираном инфлацијом од стране монетарних органа, смањењем раста БДП, и постојањем дефицита буџета и државног дуга. Разлика ова две године јесте у знатно мањем задужењу државе у 2012., које износи 16,3% учешћа државног дуга у БДП, у односу на 2001. годину када је учешће дуга у БДП износило 72,5%.

Уколико анализирамо процентуалну промену БДП, инфлације и незапослености у овим годинама, видећемо следеће:

- у оба периода раст БДП бележи смањење, с тим да је 2012. године на знатно нижем нивоу раста;
- промене инфлације се смањују у оба периода;
- у оба периода стопа незапослености има тенденцију раста, али је стопа мања 2012. године, него на почетку двехиљадитих.

Дакле, у овом периоду од десет година креатори економске политике су се пре свега бавили одржавањем стабилности националне валуте и таргетирањем инфлације, не би ли одржавали тржишну и монетарну стабилност. Недовољно је подстицање и субвенционисање привредних активности, што свакако оставља трага на становништво и њихов расположиви доходак, повећањем стопе незапослености. Иако се стопа незапосленост 2012. повећала, она има тенденцију опадања у односу на почетак двехиљадитих година. То се може објаснити и чланством у ЕУ и успостављања права држављана Бугарске (и Румуније) да раде у другој држави чланици. Поред усмерености креатора економске политике да одржавају тржишну и монетарну стабилност, пре свега таргетирањем инфлације и стабилношћу национале валуте, оваква макроекономске ситуације Бугарске јесте и последица ефеката светске економске кризе.

6.2.2. Примена мера и инструмената монетарне и фискалне политике у привреди Румуније

Друга интересантна земља, по томе што је међу последњим земљама приступила Европској унији, заједно са Бугарском 2007. године, а налази се међу суседним државама Републике Србије, јесте Румунија. Управо њени макроекономски показатељи приказани у табели 6.6, и њихово кретање, могуће је упоредити са истим показатељима у српској привреди. Као и код Бугарске макроекономски показатељи могу нам пружити слику комбиновања контракционих и експанзивних мера монетарне и фискалне политике у периоду од 2000. до 2012. године, од стране креатора економске политике Румуније.

Табела 6.6 Макроекономски показатељи Румуније у период од 2000-2013. године

МАКРОЕКОНОМСКИ ПОКАЗАТЕЉИ (у %)			
	РАСТ БДП	ПРОМЕНА ИНФЛАЦИЈЕ	НЕЗАПОСЛЕНОСТ
2000	2.4	45.7	6.8
2001	5.7	34.5	6.6
2002	5.1	22.5	7.5
2003	5.2	15.3	6.8
2004	8.5	11.9	8
2005	4.2	9.1	7.2
2006	7.9	6.6	7.3
2007	6.3	4.9	6.4
2008	7.3	7.9	5.8
2009	-6.6	5.6	6.9
2010	-1.1	6.1	7.3
2011	2.2	5.8	7.4
2012	0.7	3.4	7
2013	*176	3,2	7,2

Извор: European Commission, Eurostat, 2014.

Почетком прве деценије 21. века у привреди Румуније, остварено је повећање раста БДП за 137,50%, смањење промене стопе инфлације са 45,7% у 2000. на 34,5% у 2001. години и смањење стопе незапослености од -2,94%. Може се рећи да је се овакав макроекономски амбијент постигнут комбиновањем контракционих и експанзивних

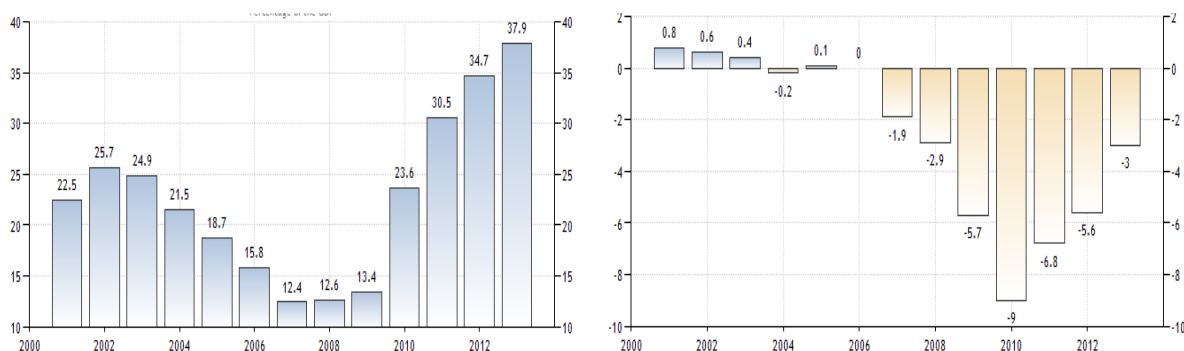
¹⁷⁶ Недоступан податак раста БДП за 2013. годину

мера политика. С једне стране, контракциона економска политика је спроведена у домену инфлационих оптерећења привреде и путем монетарне контракционе политике таргетирана је инфлација, док с друге стране, експанзивним мерама у фискалној сфери, утицало се на подстицај привредне активности и самим тим утицало на смањење незапослености.

Када је у питању стање буџета, у периоду 2000-2001. године Румунија је остварила суфицит од 0,8% учешћа државног буџета у БДП и 22,5% учешћа државног дуга у БДП. Може се рећи да је Румунија прву деценију 21. века отпочела са добрим комбиновањем и спровођењем мера и инструмената монетарне и фискалне политике, како у реалном, тако и у финансијском сектору. Овај констатација иде у прилог потврде помоћних хипотеза Х2 и Х3, а самим тим и генералне хипотезе Х1.

Међутим, већ у следећој години јасно је видљиво да постоји оријентација ка смањењу инфлације, која је била у 2001. години на високом нивоу, а не постоји довољна оријентисаност политике ка расту БДП и повећању запослености, што се може видети на основу смањења раста БДП на 5,1%, и повећања стопе незапослености на 7,5% у 2002., што се одражава на повећање задужености државе на 25,7% учешћа државног дуга у БДП у 2002. години, и на учешће државног буџета у БДП који не прелази 1%.

Слика 6.4. Учешће државног дуга у БДП (лево) и учешће државног буџета у БДП (десно) у Румунији (у %)



Извор: Trading Economics, 2014.

Сходно томе, на основу показатеља у 2003. години, може се закључити да су коришћене експанзивне мере економске политике у комбинацији са монетарним таргетирањем инфлације. Антиинфлациона политика, односно контракционе мере довеле су до смањења инфлације и у наредном периоду, све до 2008. године, за коју

смо констатовали да је година ескалације светске економске кризе. Наиме, промена инфлације је из године у годину имала задовољавајуће кретање: 15,3% у 2003., 11,9% у 2004., 9,1% у 2005., 6,6% у 2006., и 4,9% у 2007. години. Такође, учешће државног дуга у БДП од 2003. када је износило 24,9%, бележи смањење, све до 2007. године са 12,4% учешћа државног дуга у БДП.

Веома специфична ситуација је била 2004. године, када раст БДП наставио са прогресом, инфлаторни притисци наставили са смањењем, али је дошло до повећања стопе незапослености са 6,8 на 8%. Могуће објашњење ове ситуације јесте што је политика комбиновања контракционе и експанзивне политике наставила да даје резултате по питању привредне активности и обуздавања инфлације, али је контракција новчане масе у оптицају, довела до смањења могућности послодаваца да плаћају одређени број својих запослених, па је с тога дошло до повећања броја незапослених становника Румуније (што се одразило и на смањење прихода у буџету изазивањем дефицита буџета државе од - 0,2% учешћа државног буџета у БДП).

Табела 6.7 Кретање реалног ефективног девизног курса Румуније (RON)¹⁷⁷

(индекси потрошачких цена-27 трговинских партнера, базна 2005=100)

2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
86.95	87.53	87.33	82.94	83.94	100.00	107.10	115.61	109.77	101.84	105.99	108.35	103.42

Извор: European Commission, Eurostat¹⁷⁸, 2014.

Постојање дефицита буџета од 0,2% смањила се могућност инвестирања у привредне активности, што је у наредној 2005. години, проузроковало смањење раста БДП за читавих -50,59%. С друге стране, у финансијском сектору 2005. године буџет од стања дефицита прелази у стање суфицита од 0,1%, док се задужење државе смањује (18,7% учешћа државног дуга у БДП).

До 2005. године која је узета као базна година у табели 6.7 видљиве су осцилације у вредности националне валуте - RON. Реални ефективни девизни курс,

¹⁷⁷Методологија обрачуна:

http://ec.europa.eu/economy_finance/db_indicators/competitiveness/documents/technical_annex_en.pdf,

¹⁷⁸European Commission, Eurostata,

http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/statistics/search_database, датум увида: 18.04.2014.

мањи од курса базне године, показује депресијацију 2001. и 2004. године, а јачање вредности валуте 2002. и 2003. године.

Оваква ситуација је дефинитивно више ишла ка постизању позитивних ефеката у финансијском сектору и када је у питању смањење инфлације, што говори у прилог потврди помоћне хипотезе Х3, која се ослања на усклађеност мера и инструмената монетарне и фискалне политике и њиховом дејству у финансијском сектору. Уколико погледамо макроекономске показатеље у 2005. години видећемо да су се стопе инфлације и незапослености смањиле, што је позитивно за реални сектор, али поставља се питање подстицања привредних активности.

Поновна комбинација политика, уследила је 2006. године, што се позитивно одразило на привредну активност и стопу инфлације, али поновно уз повећање стопе незапослености. Јесте да повећање стопе незапослености са 7,2 на 7,3%, није тако велико, али јасно је видљиво да креатори економске политике Румуније преферирају обуздавању инфлације. Разлог томе јесте управо приступање у ЕУ, чији је члан постала наредне године, када је промену стопе инфлације довела до 4,9%. У складу са стабилним показатељима инфлације, економска политика је у 2008. години вођена више ка експанзији привредних активности, што показује раст БДП за 15,87%, и што са собом повлачи и смањење стопе незапослености за - 9,38%. На основу и показатеља инфлације исте године, може се закључити да је, рачунајући на стабилност инфлације у претходном периоду, овог пута већа пажња посвећена подстицању привреде и запослености, док је промена стопе инфлације драстично порасла за 61,22%. Оваквој монетарној нестабилности допринела је и светска економска и финансијска криза крајем 2008. године, која је допринела да у наредном периоду раст БДП опадне са 7,3% у 2008., на - 6,6% у 2009. години (за - 190,41%). Овакав пад привредне активности јесте алармантан, јер је се одразио и на стопу незапослености, која је порасла, повећање учешћа државног буџета у БДП (са - 2,9% у 2008. на - 5,7% у 2009. години) повећање задужености са 12,6% на 13,4% учешћа државног дуга у БДП, а што је резултат целокупне ситуације која је окарактерисана са периодом кризе и обуздавањем инфлационог оптерећења као примарним циљем креатора економске политике Румуније, а такође и Европске централне банке. На основу података из табеле 6.7, може се видети да је мањи проценат слабљења валуте 2009. године, у односу на базну 2005. годину, па се може извести закључак да су монетарне власти базирале своје активности и мере на јачање националне валуте, не би ли обезбедили појевтињење

отплате кредита, што одговара становништву, привредним субјектима, банкама, односно и не би ли се смањило притисак на цене.

Према макроекономским показатељима из 2010. године антидепресивном политиком и јачањем вредности националне валуте, БДП је побољшан, што се не може рећи и за стопу инфлације и незапослености, које су забележиле благи раст. Наиме, незапосленост је бележила и у 2011. години раст са 7,3%, на 7,4%, док је инфлација смањена применом антиинфлационе политике са 6,1% у 2010., на 5,8% у 2011. години (процентуална промена инфлације), али уз комбинацију експанзивних мера за подстицање привредног раста, па је раст БДП остварила позитивну промену са - 1,1 % у 2010., на 2,2% раста БДП у 2011. години. Негативна кретања остварују се у домену учешћа државног буџета у БДП од - 9% и домену учешћа државног дуга у БДП од 23,6% у 2010. години. У наредном периоду учешћа државног буџета у БДП се смањује, док се задужење повећава.

Може се извести закључак да је у периоду 2010-2011. године успостављена већа усклађеност мера и инструмената монетарне и фискалне политике у њиховом деловању на реални сектор, што се и одразило на привредни раст и развој, чему су у прилог говорили показатељи раста БДП и стопа инфлација. Због благе промене стопе незапослености од +1,37%, можемо рећи да се овим периодом делимично потврђује помоћна хипотеза Х2.

Генерално посматрано, економска политика у Румунији се води на следећи начин:

- привредна активност и незапосленост су у константним осцилацијама, чему говори у прилог кретање макроекономских показатеља – раст БДП и стопа незапослености,
- инфлација је имала континуитет у опадању од 2000. године, па све до кризне 2008., када бележи два повећања 2008. и 2010. године,
- учешће државног буџета у БДП се од уласка у ЕУ повећава до 2010. године, а потом бележи смањење,
- задужење државе има тенденцију опадања до 2007.године, када креће да се повећава,
- кретање реалног ефективног девизног курса бележи осцилације.

Неизбежно је закључити да је економска политика вођена у правцу, пре свега, таргетирања инфлације и успостављању стабилности националне валуте, а потом усклађивања са реалним сектором. Овакав закључак потврђује и поређење раста БДП, стопе незапослености и инфлације из периода 2000-2001. године са периодом 2011-2012. године:

- с почетка две хиљадитих година раст БДП се повећао, за разлику од периода 2011-2012. године када је остварио пад;
- инфлација у оба периода има тенденцију опадања, и то промена инфлације са 45,7% у 2000. години, на 3,4% у 2012. години
- незапосленост у оба периода бележи једну стабилност (стопа око 6-7%)

Ако узмемо у обзир да је стопа незапослености 2012. године већа него што је била 2000. године, онда можемо само закључити да генерално постоји тренд смањења незапослености, али који није могуће свести на још мању стопу, све док се не подстакне производна активност, која је забрињавајућа, с обзиром на то да је се почетком посматране деценије раст БДП изузетно повећао, а потом након десет година бележи смањење на 0,7% и то испод стопе раста 2,4% из 2000. године. У 2012. години постоји проблем неравномерности раста по секторима привреде, с обзиром да је привредна активност на ниском нивоу, а инфлација и незапосленост смањене.

Што се тиче чињенице да је инфлација на знатно нижем нивоу 2012. године са променом стопе од 3,4% у односу на 45,7% у 2000. години, то подржава закључак да се већа пажња посвећује антиинфлационој политици, односно монетарном таргетирању инфлације, него подстицању инвестиција у привреду. Не може се потиснути чињеница да постоји константна тежња за комбиновањем мера економске политике, монетарне и фискалне, али се примарна улога у постизању макроекономске стабилности даје монетарном таргетирању инфлације. Наиме, Румунија је прву деценију 21. века отпочела са добрим комбиновањем и спровођењем мера и инструмената монетарне и фискалне политике, како у реалном, тако и у финансијском сектору, чиме је потврђена генералне хипотезе Х1.

Међутим, половином деценије видљиви су позитивни ефекти у финансијском сектору, уз добро таргетирање инфлације, што говори у прилог потврде помоћне хипотезе Х3, док крајем исте декаде успостављена је већа усклађеност мера и инструмената монетарне и фискалне политике у њиховом деловању на реални сектор,

што се и одразило на привредни раст и развој, што је делимично потврдило помоћну хипотезу Х2 (због благе промене стопе незапослености од +1,37%).

6.2.3. Примена мера и инструмената монетарне и фискалне политике у привреди Хрватске

Макроекономски показатељи у табели 6.8, могу нам пружити увид у вођење економске политике Хрватске. Тачније речено, могу нам приказати на који начин земља која је последња приступила европској интеграцији 2013. године, комбинује мере контракционе и експанзивне политике у периоду од 2000. до 2012. године.

Табела 6.8. Макроекономски показатељи Хрватске у период од 2000-2013. године

МАКРОЕКОНОМСКИ ПОКАЗАТЕЉИ (у %)			
	РАСТ БДП	ПРОМЕНА ИНФЛАЦИЈЕ	НЕЗАПОСЛЕНОСТ
2000	3.8	4.5	15.8
2001	3.7	4.3	15.9
2002	4.9	2.5	15.1
2003	5.4	2.4	14.1
2004	4.1	2.1	13.8
2005	4.3	3	12.8
2006	4.9	3.3	11.4
2007	5.1	2.7	9.6
2008	2.1	5.8	8.4
2009	-6.9	2.2	9.1
2010	-2.3	1.1	11.8
2011	0	2.2	13.5
2012	-2	3.4	15.9
2013	-0,7	2.3	17,6

Извор: European Commision, Eurostat, 2014.

Макроекономски показатељи показују да је Хрватска започела прву деценију 21. века са антиинфлационом политиком, смањујући тако распон промене стопу инфлације са 4,5% на 4,3%, а истовремено и са неповољним кретањима по раст БДП и стопу незапослености. Наиме, раст БДП се смањио за - 2,63%, док се незапосленост повећала за 0,63%. Свакако, ове промене сва три макроекономска показатеља нису

велике, али већ су у следећој 2002. години предузете монетарне контракционе мере смањења инфлације на 2,5% (процентуална промена), као и експанзивне подстицајне мере привредне активности, којима је раст БДП повећан на 4,9%, а стопе незапослености смањена на 15,1%. Позитивним кретањима ових трендова додаје се и јачање вредности националне валуте – хрватске куне (HRK) 2003. године (табела 6.9), што указује на адекватност комбиновања мера економске политике.

Табела 6.9 Кретање реалног ефективног девизног курса Хрватске (HRK)¹⁷⁹

(индекси потрошачких цена-27 трговинских партера, база 2005=100)

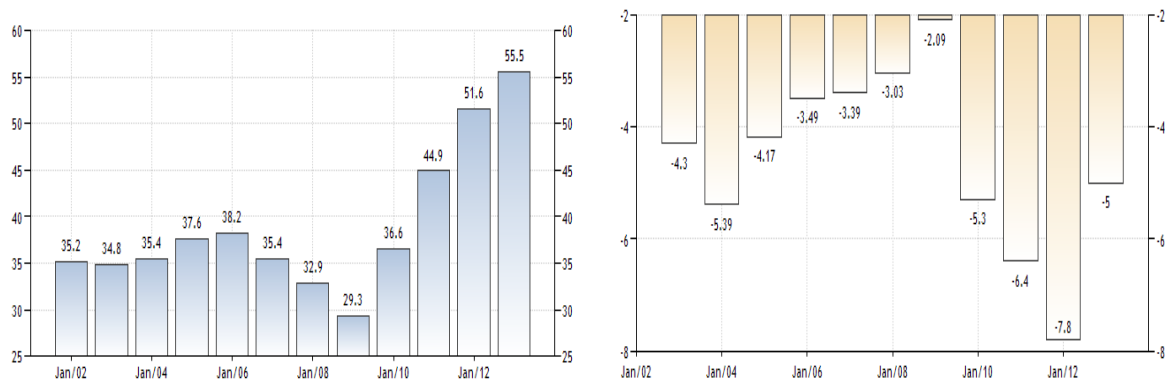
2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
93.23	97.23	98.00	97.25	98.20	100.00	101.94	101.68	106.18	108.10	107.45	104.62	103.75

Извор: European Commission, Eurostat¹⁸⁰, 2014.

Поред тога, фискалну сферу хрватске економије у 2003. години карактерише постојање дефицита буџета и велике задужености државе, на шта указују следећи подаци (слика 6.5):

- - 4,3% учешћа државног буџета у БДП,
- 34,8% учешћа државног дуга у БДП.

Слика 6.5. Учешће државног дуга у БДП (лево) и учешће државног буџета у БДП (десно) у Хрватској (у %)



Извор: Trading Economics, 2014.

¹⁷⁹Методологија обрачуна:

http://ec.europa.eu/economy_finance/db_indicators/competitiveness/documents/technical_annex_en.pdf,

¹⁸⁰European Commission, Eurostata,

http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/statistics/search_database, датум увида: 18.04.2014.

На основу изложених показатеља може се извести закључак о већој усклађености мера и инструмената монетарне и фискалне политике у њиховом деловању на привредни раст и развој, него у деловању на финансијски сектор, чиме се потврђује помоћна хипотеза Х2.

Период од 2003. до 2007. године бележи раст БДП (сем 2004. године). Инфлација је те 2004. године смањена за -12,50%, а стопа незапослености је наставила да опада. Логично би било да са смањењем незапослености и инфлационих притисака на привреду, дође до повећања привредне активности. Међутим, раст БДП је смањена на 4,1%, што само указује на добро таргетирање инфлације, али погрешно таргетирање привредних сектора, односно неадекватно располагање и алокација ресурса. Јесте да је се наставило са антидепресивном политиком, али раст БДП 2007. године је био нижи него раст БДП 2003. године.

Закључује се да је то последица неравномерног раста из 2004. године, а што повлачи са собом и продубљивање дефицита буџета и државне задужености. Анализирајући показатеље из табеле 6.8, може се видети да од тог периода неравномерности раста и смањења раста БДП, креатори економске политике су посвећивали већу пажњу стимулсању инвестиционих активности у привреду, а промена инфлација је 2006. године је смањена до 3% и до 2007. године се одржавала на том нивоу.

Уколико посматрамо конкретно макроекономске показатеље у 2007. години, видећемо да је остварен раст БДП од 5,1%, смањење стопе инфлације за - 18,18%, затим смањење стопе незапослености за - 15,79%, као и смањење учешћа државног буџета у БДП са - 3,49 на - 3,39%, смањење учешћа дуга у БДП са 38,2 на 35,4%, и блага ап्रेसијација националне валуте.

И поред постојања дефицита буџета и дуга државе, може се закључити да ови подаци говоре у прилог потврђивања генералне хипотезе Х1, која се односи на *постизање већих ефеката у укупној економској политици, услед већег степена усклађености мера и инструмената монетарне и фискалне политике*. Дакле, макроекономски показатељи у 2007. години су таквих вредности да показују ефикасност деловања мера економске политике, како у реалном, тако и у финансијском сектору.

Као и у свим земљама света, тако је и Хрватску погодила светска економска и финансијска криза 2008. године и допринела следеће:

- да се стопа раста БДП опала са 2,1% у 2008. години на - 6,9% у 2009. години;
- да промена стопе инфлације достигне повећање на 5,8%, а потом брзим мерама антиинфлационе политике буде неутралисана (процентуална промена од 5,8% у 2008., на 2,2% у 2009. години);
- да незапосленост први пут пораст од почетка 2000-тих буде
- да се учешће државног буџета у БДП смањи са - 3,03% у 2008. на - 2,09% у 2009. години;
- да се учешће државног дуга у БДП из 2008. године од 32,9%, смањи на 29,3% у 2009. и
- да реални ефективни девизни курс има мању процентуалну промену у односу на базну 2005. годину, односно да хрватска куна благо ојача своју вредност.

Може се запазити да су у вођењу економске политике, одмах по почетку деловања светске кризе и повећане стопе инфлације, предузете мере за неутралисање инфлационих притисака. Монетарни органи су приступили таргетирању инфлације и обезбеђењу стабилности валуте, док се на привредну активност реаговало тек 2009. године, када је дошло до алармантног смањења раста БДП. И поред тога, привредни раст Хрватске је на ниском нивоу, што последично делује и на стопу незапослености, која је 2012. године 15,9%.

Основна брига хрватских креатора економске политике, како показују подаци у табели 6.8, је инфлација, што се подудара вођењем економске политике Бугарске и Румуније, када су биле у периоду припрема за приступање и у самој години приступања ЕУ. Такође, може се запазити да Хрватска у 2009. години има смањење дефицита буџета и задужености државе, и то највећег смањења од 2000. године, што потврђује помоћну хипотезу Х3, која се односи на веће ефекте у финансијском сектору, уколико постоји већа усклађеност мера и инструмената монетарне и фискалне политике.

Након те године, долази до драстичног повећања учешћа буџета у БДП на - 5,3%, и повећања учешћа државног дуга у БДП од 36,6%. У хрватској економији следи период континуираног повећања учешћа буџета у БДП и задужења државе, упркос јачању вредности националне валуте (табела 6.9)

Посматрајући период 2000-2001. године и период 2011-2012. године, може се видети да је привредни раст почетком деценије био на знатно бољем ниву развијености, стопе незапослености исказана у индентичним вредностима, док је само стопа инфлације у периоду 2011-2012., нешто мања у односу на почетак деценије. Поред ових показатеља, треба узети у обзир и учешће дефицита буџета и учешће државног дуга у БДП, који су у периоду 2000-2001. били мањи него у периоду 2011-2012. године.

Може се извести закључак да је креаторима економске политике у периоду једне деценије, био циљ да неутралишу високе стопе инфлације адекватним монетарним таргетирањем, уз одржавање стабилности на девизном тржишту, док се подстицање привредне активности, смањење стопе незапосленост, неутралисање буџетског дефицита и смањење задуживања државе, налазе у другом плану.

6.2.4. Закључна разматрања примене мера и инструмената монетарне и фискалне политике у Бугарској, Румунији и Хрватској

Анализирајући привредну активност на основу раста БДП, све три земље које су последње приступиле Европској унији, може се извести закључак привредне развијености у одређеним периодима од 2000. године до приступања интергацији. У прву декаду 21. века Бугарска је ушла са 5,7% раста БДП, а потом бележи смањење за -26,32%, док је Хрватска 2001. године имала мало смањење од -2,63%, у односу на раста БДП од 3,8% у 2000. години. Насупрот Бугарској и Хрватској, Румунија је остварила тотално супротно кретање привредне активности, односно остварила је повећање раста БДП са 2,4% у 2000., на 5,7% раста БДП у 2001. години.

Карактеристично за Бугарску и Румунију јесте податак да су у години приступања Европској унији, имале смањење привредне активности, и то:

- Бугарска са 6,5% у 2006., на 6,4% у 2007., а потом смањење и на 6,2% раста БДП у 2008. години;

- Румунија са 7,9% у 2006., на 6,3% у 2007., а потом повећање на 7,3% раста БДП у 2008. години.

Хрватска у својој години приступања ЕУ, 2013. години, остварила повећање са - 2,0 на - 0,7% раста БДП, са тенденцијом раста у наредном периоду, што је у односу на Бугарску и Румунију далеко мања вредност раста БДП у периоду интеграције у ЕУ.

Наредни кризни период, након 2008. године погодио је све три привреде, тако да је раст БДП код свих привреда ишао и до испод - 5%. На основу макроекономских показатеља, видно је да су креатори економске политике покушавали да антидепресивном политиком побољшају стање БДП. Све три земље су имале променљиво кретање привредне активности и вредности БДП, и сходно томе константно комбиновање контракционих и експанзивних мера економске политике.

Најизраженије комбиновање антиинфлационе и антидепресивне политике, односно политике за сузбијање инфлације и политике за подстицање привредне активности и запослености, јесте код креатора економске политике Румуније. Из године у годину, видна је наизменична примена контракционих и експанзивних мера, а примарно место у њиховој економској политици заузима неутралисање проблема инфлације. Румунија је земља која је 2000. годину започела са највећом променом стопе инфлације од 45,7%, док су Бугарска и Хрватска у нову декаду ушле са знатно нижом стопом инфлације; Бугарска са променом инфлације од 10,3%, а Хрватска са 4,5%. Није само у Румунији примари циљ економске политике да кроз контракциону монетарну политику наутралишу високу стопу инфлације.

Специфично за Бугарску и Румунију је то да су у првој години чланства у ЕУ бележиле промене стопе инфлације у правцу раста за више од 50%. Свакако то је резултат укидања царинских баријера у међусобној трговини са осталих 26 чланица ЕУ, што је изазвало продор различитих производа и услуга и повећану конкуренцију (многи производи чланица ЕУ су презентовани са нижим ценама, него што је то било на бугарском и румунском тржишту добара, што је за последицу имало општи пораст цена, односно већу инфлацију). Након само једне године, успеле су у спровођењу мера антиинфлационе политике, снижавањем стопе инфлације на ниво који је задовољава критеријуме интеграције ЕУ:

- Бугарска је остварила смањење промене стопе инфлације у периоду 2008-2009. са 12% на 2,5%,

- Румунија је остварила смањење промене стопе инфлације у периоду 2008-2009. са 7,9% на 5,6%,

Код Хрватске је нешто другачија ситуација са висином стопе инфлације у години приступања ЕУ. Наиме, у 2013. години код њих је промена стопе инфлације најмања (2,3%), посматрано у односу на Бугарску у Румунију, а посматрајући макроекономске показатеље у табели 6.8 евидентно је да је земља са најефикаснијом економском политиком по питању одржавања инфлације. Још увек је рано донети закључке каква је инфлација у првој години чланства (текућа 2014. година).

Што се тиче незапослености у посматраним земљама, занимљиво је то да Бугарска и Хрватска 2001. године бележе повећање незапослености (Бугарска за 18,90%, а Хрватска за 0,63%), а потом до 2008. године стопа незапослености се континуирано смањивала. У посткризном периоду од 2008. године, незапосленост је расла. Хрватска је 2012. године довела незапосленост на ниво са почетка деценије, на око 15%, а Бугарска на ниво из 2004. године, на око 12%. У Румунији, у периоду од 2000. године стопа незапослености је била променљива, али у односу на Бугарску и Хрватску, они су имали најнижу стопу незапослености.

Уколико анализирамо три слике која се односе на учешће државног буџета у БДП, може се извести закључак да је Бугарска земља која има најдужи период остварења буџетског суфицита. Румунија има период остварења буџетског суфицита почетком 2000-тих година, док је Хрватска земља која од 2000. па до 2013. бележи само дефицит буџета. Иако Хрватска има континуитет у одржавању дефицита, Румунија је земља која је имала највећу стопу учешћа државног буџета у БДП од -9% у БДП у 2010. години, у односу на остале две земље.

Заједничка карактеристика све три земље јесте постојање задужености државе, с тим да почетком двехиљадитих година највеће учешће државног дуга у БДП остварила је Бугарска, а потом за њом Хрватска, а онда и Румунија. Такав тренд задужења се задржао првих пет година, до 2005. када Бугарска успешно смањује учешће државног дуга у БДП, а Хрватска остварује већу стопу. Румунија и даље има најнижу стопу учешћа државног дуга у БДП, а посебно 2007. године, када је приступила ЕУ. Те године Румунија је остварила 12,4% учешћа државног дуга у БДП, Бугарска 21,6%, док је Хрватска у периоду приступања, 2013. години, остварила драстично вишу стопу учешћа државног дуга у БДП, и то од 55,5%.

На крају посматраног периода у графиконима Учешћа државног дуга у БДП, Хрватска је земља са највећом стопом задужења, док за њом према подацима иде Румунија са 37,9%, а потом Бугарска са 18,5% . Може се извести закључак да је Бугарска земља, која је и поред највећег учешћа државног дуга у БДП од 72,5% у 2001. години, успела да адекватним фискалним мерама смањи задужење и растерети БДП.

Анализирајући најбоље резултате раста БДП, инфлације и незапослености, ове три земље у три периода, могу се извести следећи закључци:

- 2000. године најбоље резултате по питању раста БДП имала је Бугарска са 5,7%, по питању промене инфлације Хрватска са 4,5%, а по питању незапослености Румунија са 6,8%.

Табела 6.10. Приказ најбољих резултата макроекономских показатеља у три посматрана периода

	Раст БДП	Промена инфлација	Незапосленост
Почетак двехиљадитих година	Бугарска 5,7%	Хрватска 4,5%	Румунија 6,8%
Година приступања ЕУ	Бугарска 6,4%	Хрватска 2,3%	Румунија 6,4%
Посткризни период	Бугарска -5,5% Румунија -6,6% Хрватска -6,9%	Хрватска 2,2% са тенденцијом опадања и одржавања	Румунија 6,9%, са тенденцијом раста, али и даље најмањом стопом

Извор: скица аутора

- У години приступања може се рећи да су резултати слични. Бугарска 2007. године има виши раст БДП у односу на Румунију и Хрватску. Наиме, Румунија са 6,3% раста БДП је приближна расту БДП Бугарске који је 6,4%, док је Хрватска у 2013. години имала веома ниску привредну активност. Зато у поменутој 2013. години, Хрватска има најбоље таргетирану инфлацију, док се Бугарска и Румунија налазе иза ње. По питању незапослености, Румунија поновно одржава прво место са 6,4%.

- У периоду након ескалирања светске економске кризе у свим земљама привредна активност није на завидном нивоу, али поновно се са бољим растом БДП издваја Бугарска са - 5,5%. Алармантни подаци раста БДП навели су креаторе економске политике на антидепресивну политику и подстицање инвестиција не би ли опоравили привреду. По питању најефикаснијег неутралисања инфлационог притиска на привреду и одржавања стопе инфлације, Хрватска чува прво место са променама од 5,8%, док Бугарска има промену стопу инфлације од 12%, а Румунија од 7,9%.

На основу приказаних кретања макроекономских агрегата може се закључити да постоји константна потреба за комбиновањем антиинфлационих и антидепресивних мера економске политике, како у реалном, тако и у финансијском сектору. Анализирањем ове три земље могу се дефинисати следећи запажања:

- Бугарска је земља која посвећује највише пажње привредном развоју и земља која од 2000. године успешно смањује задужење државе чему у прилог говори константност у кретању учешћа државног дуга у БДП (слика 6.2) и земља која најефикасније одржава вредност буџета, са најдужим периодом остварења буџетског суфицита у односу на остале две земље (слика 6.3),
- Хрватска је земља која даје приоритет таргетирању инфлације и врло успешно одржава стопу инфлације, па и до вредности које задовољавају критеријум ЕУ,
- Румунија је земља која има најбоље резултате по питању незапослености, с обзиром да они у овом случају одржавају једноцифрену стопу овог макроекономског агрегата.

6.2.5. Примена мера и инструмената монетарне и фискалне политике у привреди Републике Србије

Табела 6.11 пружа нам могућност анализе макроекономских показатеља, бруто домаћег производа, инфлације и незапослености у привреди Републике Србије, као што је представљена и анализа у привредама Бугарске, Румуније и Хрватске. Претходне анализе ове три земље могу послужити као добар еталон у макроекономским кретањима с обзиром на: територијални фактор, слични ниво развијености привреда, испуњавања истих услова и циљева ради приступања у Европску унију, у којој су Бугарска и Румунија добиле чланство 2007., а Хрватска 2013. године.

Табела 6.11 Макроекономски показатељи Републике Србије у период од 2000-2013.

МАКРОЕКОНОМСКИ ПОКАЗАТЕЉИ (у %)			
	ПРОМЕНА БДП	ПРОМЕНА ИНФЛАЦИЈЕ	НЕЗАПОСЛЕНОСТ
2000	5.25	70	12.1
2001	5.3	80.61	12.2
2002	4.34	8.86	14.47
2003	2.50	2.91	16
2004	9.33	10.61	19.53
2005	5.40	16.24	21.83
2006	3.56	10.73	21.56
2007	5.38	6.90	18.8
2008	3.82	12.43	14.7
2009	-3.51	8.10	17.4
2010	1.01	6.15	20
2011	1.57	11.15	24.4
2012	-1.75	7.35	23.1
2013	2.00	8.48	25

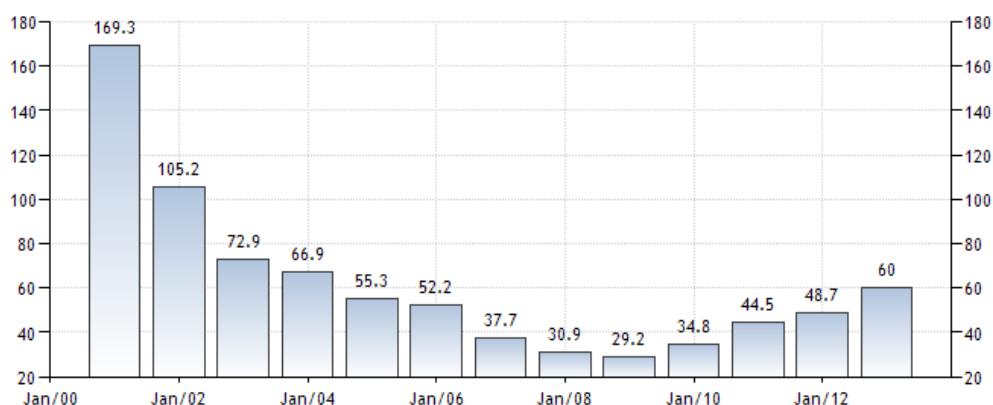
Извор: ММФ¹⁸¹, 2014.

¹⁸¹ Приказ макроекономских показатеља у Србији је рађен према подацима ММФ, уз напомену да постоје одступања у подацима ММФ у односу на политике НБС и РЗС, из разлога коришћења различитих методологија обрачуна.

Анализом њихових макроекономских показатеља уочава се да су се креатори макроекономске политике водили комбиновањем контракционих и експанзивних мера монетарне и фискалне политике и да је неопходно константно правити нову комбинацију и хармонизацију ових мера, не би ли се дугорочније одржавала макроекономска стабилност.

Посматрајући БДП у српској привреди од 2000. године, може се запазити да је већ 2001. године остварен раст БДП са 5,25% на 5,3%, да би потом дошло до наглашеног смађења привредне активности до 2,5% БДП у 2003. години. Паралелно са смађењем привредних активности и падом вредности БДП, повећавала се незапосленост, тако да је стопа незапослености од 12,1% на почетку деценије, достигла 16% у 2003. години. Слабљење привредне активности утиче и на јачину националне валуте, која у овом периоду бележи слабљење њене вредности (табела 6.12). Пошто је привреда била релативно слаба, није могла имати јак динар, јер иза јаке националне валуте стоји развијена и стабилна привреда. Такође, у 2000. години бележи се и висока промена стопе инфлације од 70%, па чак и 80,6% у 2001. години, која почиње нагло да се смањује, што указује на велико ангажовање креатора економске политике око неутралисања великих инфлационих притисака на привреду.

Слика 6.6. Учешће државног дуга у БДП у Републици Србији (у %)



Извор: Trading Economics, 2014.

Учешће државног дуга у БДП почиње да се смањује (слика 6.6), и то од 2001. године када је учешће државног дуга у БДП износио 169,3%, на 66,9% у 2004. години, па све до 2009. године када државни дуг почиње да се повећава. Такође, с обзиром на пад привредне активности, до 2005. године дефицит државног буџета се повећавао.

Према подацима Народне банке Србије, задатак монетарних власти, још од периода 2001. године, био је смиривање инфлације и одржавање стабилности домаће валуте. Под смиривањем инфлације подразумева се свођење стопе раста цена на ниво испод 1% месечно до краја године и њена дугорочнија стабилизација на том нивоу. Отклањање диспаритета цена није смело да се спроведе у потпуности у 2001. години, јер би се тада знатно погоршао животни стандард грађана, који је већ био на ниском нивоу. Стога, спровођење отклањања диспаритета цена је планирано за неки средњорочни период од две до три године.¹⁸²

Од великог је значаја ускладити стратегију монетарне политике која се односи на одређену стопу инфлације и стратегију одржавања вредности национална валуте. Како не би дошло до прекомерних осцилација динара НБС реагује куповином и продајом девиза. На тај начин тежи очувању ликвидности банака. Усклађеност ових стратегија је свакако од значаја и за фискалну сферу економске политике, јер депресијација националне валуте (динара) у овом периоду (2000-2003. године са наставком слабљења валуте до 2005.) додатно оптерећује буџет државе. Што је вредност динара слабила, то је поскупљивала отплата кредита.

Табела 6.12. Курс динара према страниј валути (EUR) – просек периода

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
EUR	58.67	59.70	61.51	68.31	78.88	85.50	79.00	79.23	88.60
<div style="display: flex; justify-content: space-around; align-items: center;"> депресијација динара ➔ ап्रेसиран динар ➔ депресијација... </div>									

2009	2010	2011	2012	2013
95.88	105.49	104.64	113.71	114.64
<div style="display: flex; justify-content: space-around; align-items: center;"> ➔ депресијација динара ➔ </div>				

Извор:НБС¹⁸³, 2014

¹⁸² Народна банка Србије, <http://www.nbs.rs/>, датум увида: 3.02.2014.

¹⁸³ Народна банка Србије,

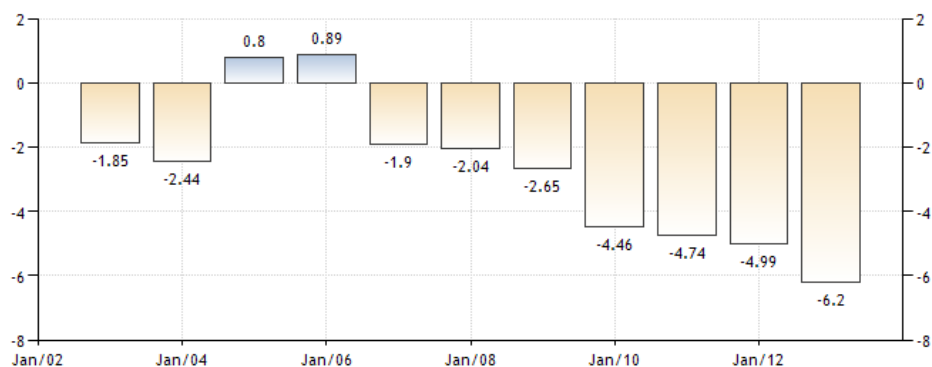
http://www.nbs.rs/export/sites/default/internet/latinica/80/ino_ekonomski_odnosi/SBEOI09.xls, датум увида:

Период од 2000. до 2003. године представља подударање теоријски дефинисаног проблема у привреди, са праксом. Наиме, пред економисте се поставио проблем адекватног успостављања равнотеже између постизања одређених циљева:

- I.** с једне стране, постизање привредне стабилности уз већу стопу запослености, и
- II.** с друге стране, постизање стабилности цена, односно што мањих инфлационих притисака.

Спровођењем мера антиинфлационе политике, с почетка двехиљадитих година промена стопе инфлације је са 80,61% у 2001. години, смањена на 2,91% у 2003. години, што је добро са аспекта стабилности цена, али у том периоду, као што је већ речено дошло је до великог пада привредне активности и вредности БДП на 2,5% у 2003. години, што је са собом повукло повећање незапослености од 16% у истој години, а исто тако и повећање буџетског дефицита (слика 6.7.).

Слика 6.7. Учешће државног буџета у БДП у Републици Србији



Извор: Trading Economics, 2014.

Дакле, видљив је дебаланс у постизању циљева. Како се не би озбиљније угрозила конкурентност привреде, *монетарне власти* су пред себе поставили још један додатни циљ, а то је одржавање стабилности домаће валуте у оквиру режима руковођено флукутирајућег курса који подразумева одржавање курса динара на нивоу који централној банци омогућава ефикасно усклађивање понуде и тражње на девизном

3.02.2014.; Напомена: Просечан курс динара према страниј валути у години се рачуна као аритметичка средина званичних средњих курсева који су примењивани у години.

тржишту¹⁸⁴; док су *фискалне власти* пред себе поставили циљ смањења фискалног дефицита у односу на БДП, највећим делом кроз промену структуре јавне потрошње у правцу смањења текућих расхода и повећања јавних инвестиција.

Поред смиривања стопе инфлације, одржавања стабилности домаће валуте и смањења фискалног дефицита, активности су усмерене и на реструктурирање банкарског система и унапређење инструмената монетарне и фискалне политике. У погледу реструктурирања банкарства, највише су одмакле земље Централне Европе, од којих су неке већ ушле у ЕУ¹⁸⁵.

У периоду с почетка деценије (тачније у периоду 2001– 2004.) постигнути резултати такве политике били су:

- стабилан курс динара, уз благо слабљење вредности (депресијацију)
- током 2002. године смањење стопе инфлације у односу на 2001. године, а потом даље планирање смањења инфлације испод 7%,
- пораст девизних резерви,
- јачање поверења грађана у финансијски систем земље,
- раст кредита банака одобрених привреди и становништву, који је допринео јачању агрегатне тражње, која је, са своје стране, дала позитиван импулс укупној економској активности и инвестицијама, а тиме и јачању конкурентског положаја српске привреде,
- смањење есконтне стопе и јачање операција на отвореном тржишту новца и хартија од вредности.
- позитивни ефекти конкуренције између банака одразили се у постепеном снижавању каматних стопа и побољшању квалитета банкарских услуга и др.

Наредна 2004. година показује бољу ситуацију по питању привредне развијености, с обзиром да је БДП 9,33%. Може се закључити да су на претходно спровођене антиинфлационе мере, додате антидепресивне мере, али уз благо занемаривање стопе инфлације и стопе незапослености. Стопа инфлације се повећала

¹⁸⁴ Народна банка Србије, http://www.nbs.rs/internet/cirilica/30/30_3/30_3_5.html, датум увида: 3.02.2014

¹⁸⁵ Капор, П., (2007) *Банкарство са основама банкарског пословања и међународним банкарством*, Мегатренд универзитет, Београд

за 16,24%, а стопа незапослености на 19,53%, из чега се може извести закључак да су инвестирана средства и алоцирани ресурси у привредне секторе који су обезбедили повећање вредности БДП, али нису обезбедили ново упошљавање људи, односно које је довело до још веће незапослености. Карактеристично за прву половину прве деценије 21. века, јесте да су се монетарне власти базирали на циљању монетарних агрегата, које се заснивало на циљевима економске политике и релевантним претпоставкама о макроекономском окружењу. На основу пројекције монетарних агрегата за 2005. годину приказаних у табели 6.13, може се видети да у 2004. години нето девизне резерве банкарског сектора су се смањиле за 256 милиона долара, а да је постојала пројекција повећања нето девизних резерви банкарског сектора на 395¹⁸⁶ милиона долара и смањења спољнотрговинског дефицита, за следећу годину.

Табела 6.13. Пројекција монетарних агрегата за 2005. годину на основу текућег платног биланса

	2003.	2004.	2005. Пројекција
Нето девизна актива НБС (у млн УСД)	427,0	171,0	395,0
Примарни новац	1,0	10,00	6,5
Новчана маса М1	13,1	8,0	11,0
Новчана маса М2	11,4	13,1	12,0
Новчана маса М3	23,6	12,1	15,0
Кредити банака	26,7	52,2	16,5
Текући рачун платног биланса (у млн УСД)	-1.928,0	-2.922,0	-2.277,0
(у % БДП-а)	10,0	13,2	9,5

Извор: НБС¹⁸⁷, 2005.

¹⁸⁶ Народна банка Србије (2005) *Циљеви монетарне политике у 2005.*, http://www.nbs.rs/internet/cirilica/30/30_3/30_3_1.html, датум преузимања: 3.12.2013.

¹⁸⁷ Народна банка Србије (2005) *Циљеви монетарне политике у 2005.*, http://www.nbs.rs/internet/cirilica/30/30_3/30_3_1.html, датум преузимања: 3.12.2013.

Међутим, у 2005. години макроекономски амбијент у српској привреди није био на задовољавајућем нивоу. Стопа инфлација се повећала за 16,24%, незапосленост на 21,83%, а БДП је опао за 5,40%. Дакле, анализирани макроекономски агрегати су депресирали, али је забележено благо побољшање државног буџета у стање суфицита од 0,8% учешћа државног буџета у БДП, као и смањење дуга државе на 55,3% учешћа у БДП, што се може рећи да је резултат јачања националне валуте, односно ап्रेसијације динара. Насупрот, монетарној стратегији базираној на циљању монетарних агрегата, у наредном периоду, другој половини двехиљадитих година, постизање и одржавање стабилности цена је дефинисано као основни циљ централна банке Републике Србије (у складу са чланом 3. став 1. Закона о Народној банци Србије). Истим чланом предвиђено је да ће „Народна банка Србије, не доводећи у питање остваривање свог основног циља, подржати спровођење економске политике Владе Републике Србије“¹⁸⁸.

Крајем 2006. године усвојен је Меморандум, којим је Монетарни одбор НБС, дефинисао да се прелази на нове принципе монетарне политике, односно да се прелази на *режим циљања инфлације*. Овим документом се тежило ка стабилношћу цена, односно довољно ниској стопи инфлације, која неће имати негативан утицај на инвестиције, штедњу и понашање различитих учесника у економском животу. Пошло се од претпоставе да ће се постизањем стабилности цена и њиховим одржавањем обезбедити постизање одржавање одрживог економског раста. Народна банка Србије циљану стопу инфлације постиже променама референтне каматне стопе, која се примењује у спровођењу главних операција монетарне политике. Та каматна стопа представља основни инструмент монетарне политике, док остали инструменти монетарног регулисања имају помоћну улогу – доприносе несметаној трансмисији утицаја референтне каматне стопе на тржиште, као и развоју финансијских тржишта, без угрожавања стабилности финансијског система. На пример, у овом режиму, девизне интервенције јесу реткост. Користе се онда када референтна каматна стопа нема довољно дејство на инфлацију. Тада, Народна банка Србије тежи да ублажи претране осцилације курса динара и обезбеди финансијску стабилност и адекватан ниво девизних резерви.

¹⁸⁸Народна банка Србије (2007) *Програм монетарне политике Народне банке Србије у 2007. години*, http://www.nbs.rs/export/sites/default/internet/latinica/90/90_4/godisnji_izvestaj_2007.pdf, датум преузимања 3.12.2013.

Увођењем новог режима циљања инфлације, монетарни органи референтну каматну стопу прилагођавају контракционим мерама монетарне политике, чиме су довели до дестимулисања инвестиционих активности и на тај начин, с једне стране, допринели неутралисању инфлационих притисака на привреду, а с друге стране довели до повећања дефицита буџета, што показује учешће државног буџета у БДП на слици 6.7. Наиме, промена стопе инфлације смањена је са 10,73% из 2006. на 6,90% у 2007. години, док је учешће буџета у БДП у 2006. години показивао мали суфицит од 0,89%, а већ 2007. дефицит од -1,9%. У прилог овим подацима, говори и табела 6.12, где се јасно види да је период између 2005. и 2007. године обележила ап्रेसијација динара, а потом је динар поновно почео да слаби и депресира¹⁸⁹. Поред доброг таргетирања инфлације, и остали макроекономски агрегати имају позитивно кретање. Привредна активност, односно БДП је са 3,56% у 2006. порастао на 5,38% у 2007. години, док се стопе незапослености смањила са 21,56% у 2006. на 18,8% у 2007. години.

Ови макроекономски показатељи у српској економији у 2007. години, јесу потврда помоћне хипотезе Х2, која гласи: *Што је већа усклађеност мера и инструмената монетарне и фискалне политике у њиховом деловању на реални сектор, то су већи ефекти на привредни раст и развој.* У овом случају, другу помоћну хипотезу Х3, није могуће потврдити, с обзиром, да и поред смањења задужења државе, евидентно је постојање буџетског дефицита у вредности од - 1,9% учешћа државног буџета у БДП. Очигледна је неопходност адекватне комбинације и хармонизације мера монетарне и фискалне политике, како у реалном, тако и у финансијском сектору, што је полазна претпоставка о макроекономској равнотежи и стабилности у овој докторској дисертацији.

Као што се може видети из посматраних и анализираних макроекономских показатеља, примарну улогу у макроекономији Републике Србије, има основна улога Народне банке Србије - таргетирање инфлације, па се стога намеће питање, какав је

¹⁸⁹ Релативно јаке привреде смеју себи обезбедити ап्रेसијацију националне валуте и тиме дестимулисати извоз, а стимулисати увоз.

нови оквир монетарне политике¹⁹⁰ на путу као остварењу циљева ниске стопе инфлације и каква је имплементација овог новог режима?

- 1) Коридор за базну инфлацију се утвђује као нумерички интервал за календарску годину (децембар текуће у односу на децембар претходне године). У сарадњи са Владом Републике Србије, однос на бази планираних корекција регулисаних цена, пројектује се годишњи раст цена на мало.
- 2) Републички завод за статистику прикупља и објављује информације о кретању цена. Кретање цена по месецима текуће у односу на исти период претходне године је веома важна референтна тачка за одлуке Монетарног одбора, будући да омогућава сагледавање могућих одступања инфлације од пројектованог коридора. Применом годишњих индекса елиминишу се краткорочна, случајна и сезонска одступања инфлације од коридора.
- 3) Одржавањем стопе инфлације у оквиру коридора повећава се кредибилитет монетарне политике и омогућава усидравање инфлационих очекивања.
- 4) Пројектовање коридора обезбеђује да се циљана стопа инфлације постигне и у условима шокова и промена економског амбијента.
- 5) Уколико се догоде ванредне ситуације, не очекивани и јаки шокови који могу утицати на инфлаторно оптерећење и извести га из оквира пројектованог интервала, тада ће српска централна банака обавезно интервенисати. Облик и обим интервенција зависи од јачине и карактера шокова¹⁹¹.

¹⁹⁰ Народна банка Србије (2007) *Програм монетарне политике Народне банке Србије у 2007. години*, http://www.nbs.rs/export/sites/default/internet/latinica/90/90_4/godisnji_izvestaj_2007.pdf, датум преузимања 3.12.2013

¹⁹¹ Могу се дефинисати одређене врсте реакције на шокове: *Реакција на шокове тражње* – у случају када у привреди имамо осцилацију каматних стопа у смеру повећања и инерцију инфлационих очекивања, то доводи до слабљења економске и инвестиционе активности и слабљења инфлационих притисака на привреду. Инфлација и економска активност се крећу у исто смеру, па ће то претстављати мањи проблем за централну банку. *Реакција на шокове понуде* – за разлику од шокова тражње, у овом случају у привреди, економска активност и инфлација се крећу у супротном смеру, што поремећај чини већим. Наиме, покушај да се монетарном политиком у целини неутралише утицај шока понуде на инфлацију, може водити непотребном смањењу инвестиционих и економских активности, а с друге стране, покушај да се комплетно амортизују ефекти шока понуде, повећањем цена узрокује убрзање инфлације, односно веће инфлаторно оптерећење за привреду. Настају захтеви за рестриктивном

Наравно, поред задовољења циља одржавања стабилности цена у оквиру једне националне економије, мора се строго водити рачуна и о осталим циљевима, не би ли се угрозила и монетарна и финансијска стабилност. Дакле, стабилност девизног курса, ограничавање дневних осцилација, заштита адекватног нивоа девизних резерви и њихово повећање, кориговање каматних стопа, били су и даље циљеви које Народна банка Србије требала да испуни, уз уску сарадњу са Фискалним властима и њиховим мерама неутралисања дефицита буџета. Било је јасно да су постављени циљеви према новом оквиру у периоду 2007. године, морали бити синхронизовани. Предузимане су мере ограничавања дневних осцилација девизног курса, које су утицале на инфлационо оптерећење привреде, пошто је креаторима економске политике било познато да се са стабилношћу на девизном тржишту, постиже и смањено угрожавање финансијске и ценовне стабилности.

Смањење инфлаторног оптерећења 2006 - 2007. години, створило је предуслове за ниже таргетиране стопе инфлације. Следеће године утврђен је ниво циљане стопе инфлације који је био нижи од инфлације за 2007. годину, али ипак довољно високо да дозволи извесне корекције релативних цена које се очекују у оквиру процеса реструктурирања привреде. Тада, монетарни одбор је узео у обзир и оцену дугорочних макроекономских трендова како би се притисак на номинални девизни курс свео на најмању могућу меру, а самим тим и смањили ризици могућих негативних краткорочних последица на конкурентност привреде.

Међутим, 2008. године по избијању глобалне економске и финансијске кризе сви макроекономски показатељи су имали негативну тенденцију кретања:

монетарном политиком (приликом рестриктивности монетарне политике, треба узети у обзир, не само реалне каматне стопе, већ и реални девизни курс), што даље успорава привредни раст и развој. *Реакција на високу неизвесност* – висока незвесност може настати када модел за пројекцију инфлације који користи централна банка, може подбацити са одржавањем кретања у економији на адекватан начин. Томе узрок могу бити различите структурне промене које се дешавају у економији једне земље. Тада, централна банака или ти Народна банака Србије примењује мере и инструменте монетарне политике, не би ли смањила неизвесност. Народна банка Србије не узима у обзир само резултате пројекције инфлационог оптерећења, већ све доступне информације, а поред тога саопштава јавности оквире монетарне политике, као покушај балансирања фактора ризика који су повезани са имплементацијом инфлационог коридора.

- привредна активност је значајно опала и забележила вредност БДП од -3,51% у 2009. години, што је утицало на постојање високе стопе незапослености;
- промена инфлације у кризној 2008. години од 12%, која је уз примену антиинфлационих мера смањена на 8,1% у 2009.;
- повећање учешћа буџета у БДП и задужености државе.

У посткризном периоду, на основу макроекономских показатеља из табеле 6.9, може се видети да постоји тежња креатора економске политике да се подстакне привредна активност. Вредност БДП осцилира, али на ниском нивоу његове вредности, у односу на вредност каква је била с почетка прве деценије 21. века. С обзиром на велику стопу незапослености од 20% у 2010., 24,4% у 2011. и 23,1% у 2012. години, може се закључити да инвестиције у привредном сектору не иду у корист додатног запошљавања радно способног становништва. То отвара проблем у фискалној сфери економске политике, смањења прихода од опорезивања радно способног становништва (порез на зараде, порез на добит, порез на доходак). Повећањем стопе незапослености, смањује је расположиви доходак за приватну потрошњу, због чега долази до гомилања залиха, а потом ланчаном реакцијом, и до смањења прихода од пореза на додату вредност, акциза и слично.

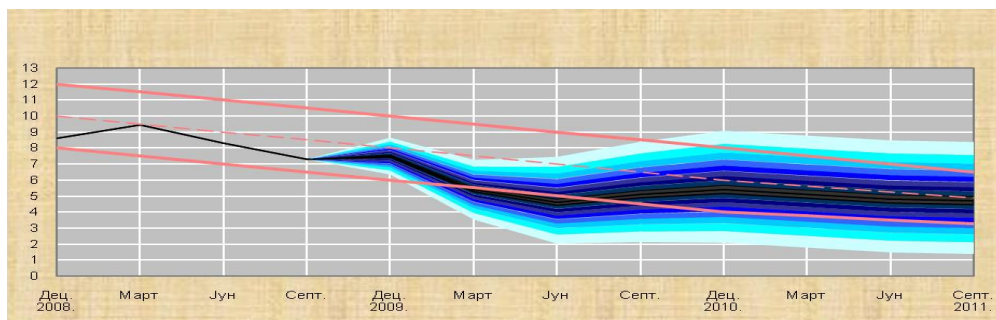
Из тог разлога, буџетски дефицит, у периоду од 2007. године када је имао - 1,9% учешћа у БДП, има тенденцију раста (слика 7.6.), и то: 2,04% у 2008., 2,65% у 2009., 4,46% у 2010., 4,74% у 2011. и 4,99%¹⁹² учешћа у БДП у 2012. години.

Превасходно, циљ у вођењу економске политике јесте таргетирање инфлације и циљање жељење вредности буџетског дефицита. Томе у прилог говоре стопе инфлације у табели 6.11 у периоду после 2008. године и слика 6.8. која показује пројекције инфлације за период 2008 - 2011. године. На основу података Народне банке Србије, Меморандума НБС о утврђивању циљане стопе инфлације за период 2008-2011. године, може се видети да је монетарни одбор утврдио циљани распон укупне инфлације (са централном вредношћу), мерене годишњом процентуалном променом индекса потрошачких цена, и то у виду континуираног опадајућег распона годишњих

¹⁹² Промена акцизне политике и посебно акциза на дуванске производе 2012. године (прикупљени приходи код осталих категорија акциза били су у складу са планираним), довела је до једнократног нагомилавања залиха дуванских производа, због повећаних акциза, што је утицало на потрошаче и тражњу за овим производима, а с друге стране извршен је утицај и на произвођаче. Дошло је до знатног одступања јавних прихода од планираних.

промена потрошачких цена, односно, континуирано ниже таргетиране стопе инфлације.

Слика 6.8. Пројекција инфлације за период 2008-2011. (међугодишње стопе у %)



Извор: НБС, 2012.¹⁹³

Пројекције циљане стопе инфлације:

- за завршни ниво 2009. године : 6 - 10 % са централном вредношћу од 8 %, што се подудара са оствареном вредношћу од 8,10% (табела 6.11)
- за завршни ниво 2010. године : 4 - 8 % са централном вредношћу од 6 %, што одговара оствареној вредности инфлације од 6,15%
- за завршни ниво 2011. године : 3 - 6 % са централном вредношћу од 4,5 %, што осетно одступа од остварене вредности од 11,5%.

Разлог континуиране опадајуће путање циљаних стопа инфлације до 2011. године, јесте управо потреба усклађивања нивоа цена и дохотка у српској привреди са нивоом цена и дохотка у Европској унији. Међутим, 2011. година је окарактерисана са веома ниском привредном активношћу од 1,57% БДП, са порастом промена стопе инфлације са 6,15 на 11,5% и повећањем незапослености на 24,4%. Као последица пада БДП и повећане незапослености, повећања инфлације и пада куповне моћи становништва, долази до повећања задужености државе и повећава се учешће државног дуга у БДП (слика 6.6), са 34,8% у 2010., на 44,5% учешћа државног дуга у

¹⁹³ Народна банка Србије (2012) *Меморандума Народне банке Србије о утврђивању циљане стопе инфлације за период 2009. – 2011. године*, датум преузимања: 3.12.2013, http://www.nbs.rs/export/sites/default/internet/latinica/30/30_3/memorandum_ciljevi_2009_2010.pdf

БДП у 2011. години. Такође, дефицит буџета се и даље продубљује до - 4,74% у 2011.години (слика 6.7).

Буџетска политика модерне економије је понекад непотребно веома сложена, а разлог томе јесте скривање реалног баланса садашњих и будућих трошкова и различитих погодности за пореске обвезнике. Управо фискална нетранспарентност и конфузија пореског обвезника (нпр. произвођача) може довести до смањења броја запослених, што даље повећава стопу незапослености¹⁹⁴.

Дакле, не постоји само конфузија код пореских обвезника (физичких и правних лица), већ и код фискалних власти којима је неопходно фискално прилагођавање. На први поглед, креатори политике су у стратешкој предности, међутим када се сусретну са повећаним дефицитом и нужности задуживања, потребно је благовремено реаговати. То баш и није случај у данашњој модерној економији.

На основу макроекономских показатеља из табеле 6.11, видљиво је да усмерење мера економске политике ка подстицању привредне активности, оставља негативне ефекте на обуздавање инфлације, и супротно, са сваким неутралисањем инфлационих притисака, долази до смањења привредне активности и вредности БДП (осим 2007. године), и продубљивања учешћа буџетског дефицита у БДП. Дакле, у српској привреди постоји неопходност за бољом стратегијом комбиновања експанзивних и контракционих мера монетарне и фискалне политике, тако да не иду једна на штету друге, јер као што је већ речено, креатори економске политике морају знати да лоше вођење једне политике може се неповољно одразити и поставити ограничења другој политици, што за резултат може имати негативне промене на макроекономски амбијент.

Уколико упоредимо период 2000-2001. године са периодом након једне деценије, може се видети стање макроекономских показатеља и пружити јаснији увид у мере које претежно спроводе креатори економске политике. Почетком 2000-тих година БДП је забележио раст са 5,25 на 5,3%, да би с временом полако опадала привредна активност у српској привреди. Посебан пад се бележи у периоду 2008-2009.

¹⁹⁴ Alesina, A.,F., Perotti, R., (1999) *Budget Deficits and Budget Institutions*, Chapter in NBER book: Fiscal Institutions and Fiscal Performance, James M. Poterba and Jürgen von Hagen, editors (p.13-36) Published in January 1999 by University of Chicago Press, <http://www.nber.org/chapters/c8021>

године, када вредност БДП иде у минус, до - 3,51%. Уз одређена побољшања уз помоћ мера антидепресивне политике, након и више од једне деценије, вредност БДП не прелази 2%, док се стопа незапослености не спушта на једноцифрену стопу. У српској привреди постоји велико повећање стопе незапослености и то од скоро 100%, са 12,1% у 2000., на 23,1% у 2012. години.

Поређењем почетка 2000-тих са периодом након десет година, може се видети напредак по питању промена стопе инфлације, која је са двоцифрене процентуалне промене од 70% у 2000. години, снижена 6,15% у 2010. години, али и даље изнад нивоа циљане инфлације у развијеним земљама који је у распону од 2,0 - 2,5. Рачунајући на стабилност инфлације, а преусмерењем на антидепресивне мере (повећањем вредности БДП на 1,57% у 2011.), дошло је до већих инфлационих притисака, што показује да је неопходно константно таргетирање инфлације и примена мера антиинфлационе политике. При томе, треба имати у виду да је период од десет година обележио режим руковођено пливајућег девизног курса, што је подразумевало интервенције централне банке, не би ли се очувала каква таква стабилност националне валуте-динара. Углавном динар прати депресијација, са краћом апресијацијом између 2005-2007. године.

Интервенције централне баке на девизном тржишту и кретање вредности националне валуте од дересираности до апресираности, утиче и на буџетски дефицит, и на државни дуг, па се с тога намеће и питање, који су то поремећаји у спровођењу фискалне политике у српској привреди?

Прво, не постојање адекватног фискалног плана за попуњавање дефицита, како би се избегла криза јавног дуга. Са различитим мерама попут замрзавања пензија и плата у јавном сектору, реструктурирањем јавног сектора и повећањем пореза може се направити важан заокрет у фискалној политици чиме се само одлаже, али и не избегава у потпуности криза јавног дуга. Поред тога, евидентне су бројне иницијативе да држава интервенише ради одржавања ликвидности одређених непродуктивних предузећа („Железара Смедерево“, „Галеника“ и нека друга предузећа) .

Одступања већине елемената структуре јавних прихода и јавних расхода нису уопште занемарљива, а знатно повећање јавног дуга који је на крају 2012. године износио 61% БДП, односно повећање за чак 3 милијарде евра за само годину дана (у

односу на 46% у 2011. години)¹⁹⁵ обезбедили су негативну фискалну слику. Такође, (не)сагледавање реалног фискалног стања у сваком моменту, и то представљајући и анализирајући све нивое власти, како би се могао имати увид у учешће одређених нивоа власти у јавним приходима и јавним расходима. Негативни фискални трендови карактеришу и 2013., а предвиђа се и критична 2014. година.

Посматрано краткорочно, реално није могуће очекивати значајана побољшања макроекономског амбијента, али свакако постоји неопходност значајних реформи усмерених ка побољшању пословног амбијента и постизању макроекономске стабилности.

¹⁹⁵ Министарство финансија Републике Србије (2013) *Билтен јавних финансија*, датум увида : 2.01.2014., <http://www.mfin.gov.rs/>

6.2.6. Компарација макроекономских показатеља Републике Србије са Бугарском, Румунијом и Хрватском

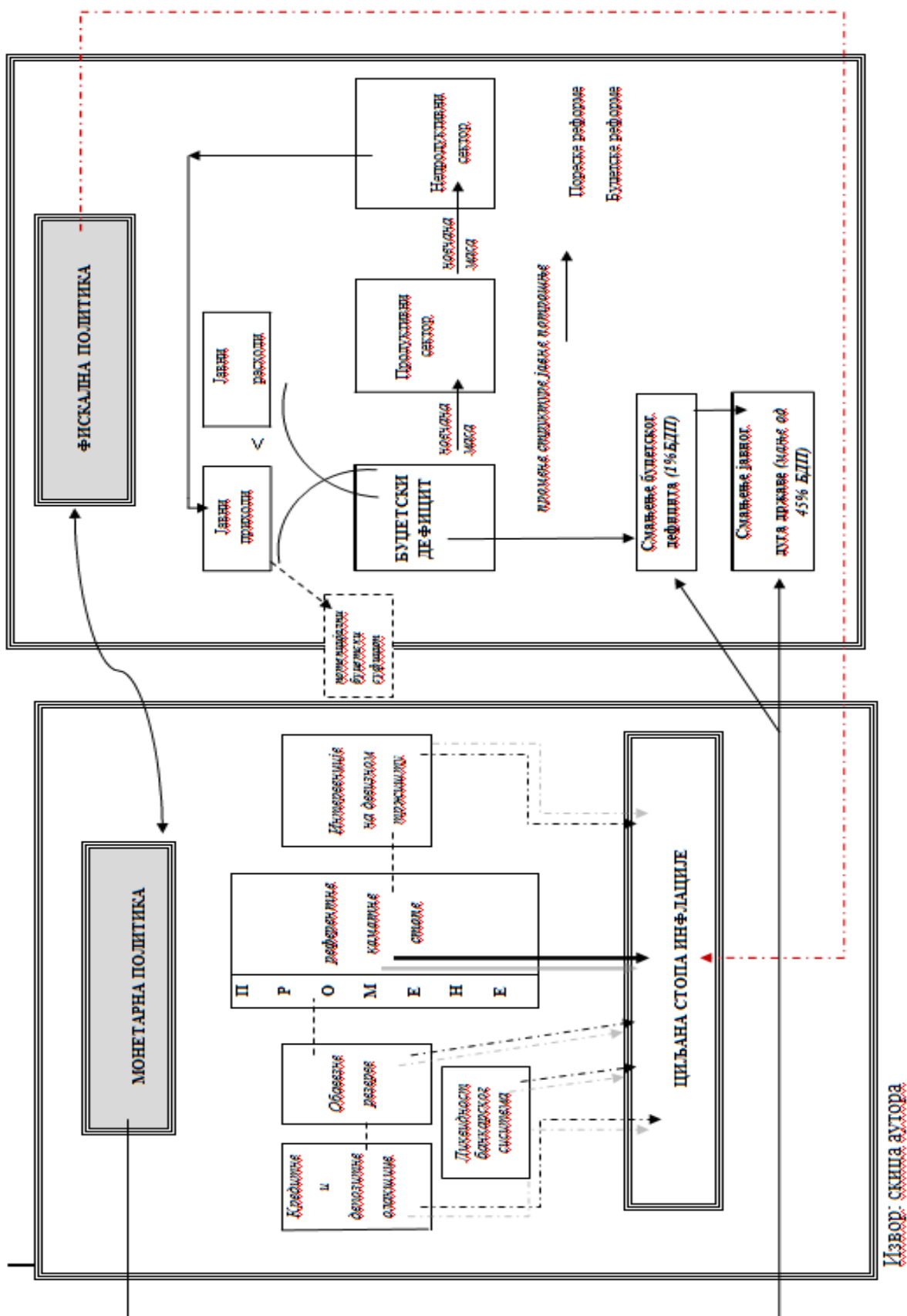
Уколико упоредимо стање макроекономије Републике Србије са макроекономским амбијентом Бугарске, Румуније и Хрватске, можемо извести одређене закључке.

По питању вредности БДП и привредне развијености, свакој од ових земаља треба дугорочна стратегија улагања у продуктивне привредне секторе и обустављање додатних одржавања ликвидности непродуктивних предузећа, која не доприносе расту БДП и новом запошљавању становништва, већ само стварају већу задуженост земље и негативно утичу на продубљивање буџетског дефицита. Сличност је та што све имају дегресивну путању вредности БДП, односно све показују знатно мање вредности БДП у односу на почетак 2000-тих година.

Креатори економске политике у српској привреди као основни макроекономски циљ који би требало да остваре јесте покретање и оспособљавање постојећих индустријских капацитета, односно оживљавање индустријске производње. Ако сагледамо структуру БДП Републике Србије, видећемо да веће учешће има услужна делатност¹⁹⁶, али чврсти темељи једне макроекономске стабилности морају бити у производњи, која ће покренути привреду, а затим и повећати стопу запослености, самим тим и национални доходак. Дакле, од пресудног су значаја добре пројекције макроекономских агрегата, јер од њих зависе јавни приходи и јавни расходи.

¹⁹⁶ Према подацима Министарства регионалног развоја и локалне самоуправе, у периоду од 2001- 2011. године БДП Републике Србије је растао по просечној стопи од 3,5%, за шта је био најзаслужнији услужни сектор са стопом раста БДП од 4,2%. У оквиру сектора услуга, највиши раст је остварен у сектору информисања и комуникација од 14,7% и у сектору трговине од 8,2%, док је, веома битан за привреду, сектор индустрије имао нулти раст у овом периоду. За основни узрок смањења индустријске производње, узима се смањење домаће и иностране тражње. - датум увида: 25.12.2013., <http://www.mrrls.gov.rs/>

Слика 6.9. Модел монетарне и фискалне стратегије



Извор: ~~скна аутора~~

Светска финансијска криза која се прелила и у српску привреду, знатно је успорила опоравак привреде и постизање макроекономска равнотеже. Пад привредне активности је такође последица и скромног привредног раста у земљама чланицама Европске уније, чијој интеграцији тежи Република Србија. Да би српска привреда обезбедила одређену конкурентску позицију потребан је дуг период, јер конкурентска предност у одређеним привредним гранама и њиховим сегментима се тешко стиче, али зато и дуго држи¹⁹⁷. Бугарска је земља која посвећује највише пажње привредном развоју и која би могла послужити креаторима српске економске политике као репер за одржавање и подстицање раста БДП.

Када је у питању стопа инфлације, висина промена инфлације почетком 2000-тих највише има сличности са променама инфлације у Румунији, чији су креатори економске политике водили такву антиинфлациону политику да је промена стопе инфлације са 45,7% у 2000., снижена на 3,4% у 2012. години. У Србији промена стопе инфлације је 2000. године била 70%, да би 2012. била снижена на 8,48%. Бугарска и Хрватска имају такође тренд смањења промена стопе инфлације, али нису имале оволико висока инфлаторна оптерећења као Румунија и Србија. Евидентно је да је инфлација у Србији надмашила кретање инфлације у односу на све три земље, у негативном смислу. Ниједна земља од три посматране није имала толико високу стопу 2000-тих, а ни у периоду након једне деценије (2012. године Бугарска-2,4%, Румунија-3,4%, Хрватска-3,4%, Република Србија-8,48%).

Заједничко за све четири земље јесте то да постоји тежња у вођењу економске политике да се, пре свега, испуни монетарни циљ стабилности цена, обуздавањем инфлационог оптерећења, односно таргетирањем инфлације. Хрватска је земља са најефикасијим таргетирањем инфлације, па се стога може рећи да може послужити као пример за монетране власти у Србији. Међутим, с друге стране стопе инфлације у Србији, иако је била на високом нивоу, бележи добру тенденцију опадања у првој декади 21. века.

Запажања су да најефикаснију комбинацију антидепресивних и антиинфлационих мера, односно мера за стимулисање привредне активности (којима је дошло до раста БДП) и мера којима је се смањила стопа инфлације, имала је Румунија.

¹⁹⁷ Котлица, С., Кнежевић, Б. (2005) *Економика међународног пословања*, Мегатренд универзитет примењених наука, Београд, стр. 101.

Од 2000. године па до тренутка приступања ЕУ, Румунија је имала више пута добру комбинацију и хармонизацију експанзивних и контракционих мера економске политике (2001., 2003., 2004., 2006. године, табела 6.6)

По питању учешћа државног буџета у БДП, може се рећи да све четири земље имају заједничку карактеристику његовог постојања. Најлошију ситуацију са учешћем државног буџета у БДП има Хрватска која од 2000. године нема нити један период у коме је остварила суфицит буџета. Република Србија је у том случају приближнија Бугарској и Румунији, са оствареним суфицитом у периоду 2005-2006 од 0,8 и 0,89% учешћа у БДП. Шта више, у том периоду има већи остварени буџетски суфицит него Румунија са 0,1 и 0%, док је Бугарска ипак у најбољој позицији са оствареним суфицитом у континуитету од пет година, што се свакако уклапа у резултата истраживања да је Бугарска земља која у односу на остале три земље има најефикасније резултате поводом привредне активности и вредности раста БДП.

Дакле, може се закључити да не постоји универзални модел мера и инструмената монетарне и фискалне политике, који је дао најбоље могуће резултате у анализираним националним економијама, односно, Бугарској, Румунији, Хрватској или Србији. Свака земља је имала и има своје периоде макроекономске стабилности или поремећаја са којима се сусретала, па се стога не може само пресликати модел деловања мера монетарне и/или фискалне политике. Због сличности нивоа развијености, територијалног фактора и сличних циљева којима се воде, могуће је управљати економском политиком, или конкретније, могуће је управљати кретањем вредности појединих макроекономских агрегата по угледу на неку другу земљу. Креатори економске политике Србије, могу као еталон у кретањима БДП пропратити кретање тог макроекономског агрегата у Бугарској, или као еталон у таргетирању инфлације посматрати Хрватску, али да се прелика комплетни модел економске политике, није могуће.

Из приказане примене деловања мера монетарне и фискалне политике у Републици Србији, може се приметити да су за опоравак привредног амбијента неопходне реформе у сваком погледу. Да би се обезбедила конкурентска позиција

српске привреде, битно је да се превасходно отклоне сви поремећаји у сфери¹⁹⁸: производње и потрошње, домаће штедње и нивоа неопходних инвестиција, увозне и извозне оријентисаности српске привреде, прокривености постојеће увозне оријентације, и то задуживањем, неравномерно развијених региона у оквиру национални граница (неравномерност раста), запослених и незапослених, као и броја пензионера.

6.2.7. Неоходност реформисања националне економије Републике Србије

Адекватна синхронизација мера монетарне и фискалне политике и њихова имплементација у целокупни систем вођења економске политике, од великог је значаја одржавање макроекономске стабилности и дисциплине. Док једни економисти, попут монетариста оспоравају значај фискалне политике и раних шездесетих врше замену дилеме значаја новца са дилемом важности фискалне политике, други економисти, неокласичари указују на значај новца, али не и на његову потпуну доминантност¹⁹⁹.

У савременој економији ужареној многим проблемима, попут непродуктивних привреда, незапослености, инфлационих притисака, велика пажња се поклања интеракцији мера монетарне и фискалне политике. Како у државама широм света, тако и у српској привреди нема универзалног модела вођења економске политике. Добре координације монетарних и фискалних мера не може бити без квалитетне подлоге, коју може чинити одређено стање агрегатне тражње. Просто, укупна агрегатна тражња је доказ свих дешавања у једној националној економији, да ли постоје стимуланси за раст и развој економије или се привреда налази у стању рестрикција. Фискална и монетарна политика употребљавају се не само због утицаја на ниво привредних активности у једној националној економији, односно на БДП, већ и на његову композицију, тј

¹⁹⁸ За оквир диспропорција између поменутих сфера, коришћен : *Предлог оквира амкроекономска политике за 2012.и основа макроекономске политике за период 2012.-2016.године*, Привредна комора Србије,<http://www.pks.rs/Documents/Centar%20za%20nau%C4%8Dnoistra%C5%BEiva%C4%8Dki%20rad%20i%20ekonomske%20analize/Makroekonomska%20politika%20za%202012%20godinu%20i%202012-2016%20FINAL.pdf>, датум преузимања: 20.07.2013.године

¹⁹⁹ Јосифидис, К, Ђукић, Ђ. (1994) *Макроекономија*, Футура публикација, Нови Сад, стр.305

варијацијама пореза, државних издатака и монетарне политике, држава може мењати делове БДП намењене привредним инвестицијама, приватној потрошњи, извозу, јавној потрошњи. Уколико се жели подстаћи агрегатна тражња, може се прибећи порасту новчане масе која је на располагању становништву и привредним субјектима, путем снижавања каматне стопе или путем раста јавних радова, односно могућности раста буџетског дефицита.

Да ли је нормално у савременом добу да држава има буџетски дефицит? Неке од развијених економија опстају и развијају своју привреду упркос његовом постојању, неке као што је на пример америчка економија. Није реално поредити српску са америчком привредом, али се само може извести мало запажање: да би земља могла добро функционисала и опстајала са буџетским дефицитом мора имати добру основу, а америчка привреда је има у облику економске, војне, политичке основе. У српској привреди постојање великог буџетског дефицита, на који се додаје постојање великог задужења државе, је велики ожиљак за који се тражи адекватно решење.

Анализирајући основне макроекономске показатеље у претходном делу рада, може се приметити један посебан период који се односи на период од момента продубљивања светске финансијске кризе 2008. године, када су економије широм света „домино ефектом“ осетиле последице новонастале кризе. Чини се да Србија која је имала *етапу тржишних реформи деведесетих година* и различите промене у економској политици и привредном систему, затим *етапу реформи у првој деценији 21. века* када су резултати у привреди након десет година могли бити много бољи, сада поновно стоји у сред реформских процеса и трагања за оптималном монетарном и фискалном стратегијом, не би ли се постигла оптимална макроекономска ситуација неопходна за стицање услова за пријем у чланство Европске Уније. Чињење великог напора у трагању за оптималним монетарним и фискалним мерама²⁰⁰ и њиховом применом, ради постизања овог циља присутно је кроз све етапе реформи привреде Републике Србије.

Циљ још увек није постигнут, а напори у виду тежње бољег коришћења компаративних предности, подстицања производње и запослености, апсорбовања нове технологије, интензивирања извоза, подстицања инвестиција и сличног, још увек

²⁰⁰ Фокусирање на монетарну и фискалну политику у раду јесте због самог назива докторске дисертације, што наравно не искључује остале мере и циљеве економске политике.

постоје. Међутим, за једну малу привреду, попут српске привреде, постоје многе потенцијалне опасности које повећавају њену рањивост²⁰¹.

Земље које теже усаглашавању своје привреде са токовима у неким великим развијеним системима, морају начинити велике непоре по питању либерално оријантисаних захтева, реформи фискалног система, реформи банкарских стандарда и мера и других захтева. За неке земље то је значајан степен отварања привреде и то са високим трошковима прилагођавања економије. С обзиром да је српска привреда окренута профили регионалне економије, Европске уније, то захтева испуњавање строгих захтева који су структурирани као копенхагеншки (стабилност институција, тржишно оријентисана држава и способност преузимања одговарајућих обавеза по основу чланства у ЕУ) и мастрихтски критеријуми (макроекономска стабилност).

~ ~ ~

У споразуму из Мастрихта, који је потписан 1991. године, постављени су услови како при уласка у евро-зону тако и након адмисије. Први захтев односио се на избегавање лабаве фискалне политике: лимит од 3% када је у питању однос буџетског дефицита према БДП. Други захтев се односио на ниво дуга према БДП. Од земаља са великим дугом очекивало се да покрену акције ради смањења нивоа дуга према БДП испод 60%.

Штавише, земље које улазе у евро-зону најпре су морале да остваре успех у смањењу стопе инфлације (директно мерено на основу промена у индексима цена и индикретно на основу номиналних каматних стопа). Не само да су владе ЕУ земаља морале да потпишу да ће примењивати строгу политику током 1990-тих година, као и убудуће, већ су и потенцијалне нове чланице морале да приступе институционалној реформи и да своје националне централне банке учине формално независним. На основу Споразума из Мастрихта, нова Европска централна банка постала је независна од владе и њен задатак је да оствари стабилност цена. (Begg D., Fischer S., Dornbusch R. (2010) Економија, Дата статус, стр. 461-462)

Још од реформи српске привреде деведесетих година неолиберални пакет мера за трансформацију привредног система традиционално се састоји из: макроекономске

²⁰¹ Nuti, M. (2002) *Governing Incomplete Globalization u: Economic Science Before the Challenges of the XXI Century*, Faculty of Economics, Sarajevo, str. 24.

стабилизације, приватизације, спољне и унутрашње либерализације цена као и радикалне трансформације банкарског система. Реформе српске привреде деведестих година су биле логичан след догађаја, услед привредне и политичке реалности у СР Југославији. Након расцепа (разбијања) СФРЈ, увођења санкција СР Југославији, логично је било да се у насталим околностима преиспитају методи и динамика тржишне и власничке трансформације функција и задаци државе, смернице вођења економске политике, циљеви економског развоја и начин утврђивања циљева. Наравно да је постојала дилема како у новонасталој ситуацији, после неуспеха "Марковићевог програма", због неадекватних мера лоше одмерене либерализације увоза, драстичног пада производње, стварања огромног дефицита платног биланса, исцрпљивања девизних резерви, сецесије бивших југословенских република, рата и уведених блокаде према СРЈ²⁰², наставити промене у привредном систему? Међутим, економисти су знали да иако санкције значајно отежавају транзицију, она се не може посматрати као непролазна препрека на путу²⁰³.

При вођењу економске политике током деведесетих година, и трагању за оптималним нивоом деловања како фискалних, тако и монетарних мера, постојала је комбинација примене ових мера у различитим временским периодима. Наиме, до почетка 1994. године постојао је циљ да се експанзивном монетарном политиком успори пад производње и изврши њено обнављање. Смањењем каматне стопе проширени су и селективни кредити из примарне емисије ради финансирања обнављања производње. Међутим, у ситуацији у којој се наша привреда СР Југославије, заиста је било тешко очекивати да ће се у условима меког буџетског ограничења, експанзивном монетарном политиком, односно упумпавањем новца из примарне емисије у предузећа, путем кредитирања, подстаћи производња. Уместо да расте, производња је падала, а инфлација је порасла до неслућених размера. Таква ситуација је принудила носиоце економске власти, да одступе од дотадашњих реформских промена²⁰⁴ и приступе реформисању монетарних и фискалних мера.

²⁰² Бабић, Б. (1994) *Утицај блокада на привредну реформу СР Југославије*, Санкције-узроци, легитимитет, легалитет и последице, САНУ, Београд, стр. 81.

²⁰³ Ковач, О. (1994) *Утицај санкција на функционисање и реформу привреде СР Југославије*, Санкције-узроци, легитимитет, легалитет и последице, САНУ, Београд, стр.66

²⁰⁴ Активистички приступ у вођењу економске политике, који се темељи на теоријским поставкама кејнзијанске економске мисли и колективистичком типу државног интервенционизма.

Формирани програм монетарне реконструкције и економског опоравка земље подразумевао је да мере монетарне и фискалне политике, стопа раста новчане масе, висина есконтне стопе, пореске стопе и ниво јавних расхода, буду утврђени као сталне величине за дуге временски период²⁰⁵. Унапред су биле познате свим економским учесницима. Вођена је рестриктивна монетарна и антидепресиона, експанзивна фискална политика. За дате привредне прилике у СР Југославији, била је то добра и оригинална комбинација елемената монетаристичког и посткејнзијанског начина вођења економске политике. Нису изостали ни резултати. Истовремено се изашло из инфлације и из дефлације. Међутим, будући да се није могло на дужи временски период ослонити на самокоригујуће механизме, вратило дискреционим мерама фискалне и монетарне политике којима се настојало да се неутралишу привредни и тржишни поремећајаји и нестабилности.

Након деведесетих година, уследила је још једна етапа реформи српске привреде на почетку прве деценије 21. века, јер је привредни раст Србије у периоду након 2000. године, био окарактерисан стопом раста која је нижа у поређењу са стопом прилива средстава из иностранства и повећања задужености земље. Разлог оваквој ситуацији је тај што сопствена средства и ресурси, а и инострана средства, нису алоцирана у довољној мери у производњу која може да обезбеди привредни раст. Ако се при томе још и зна да су у структури стопе привредног раста углавном услуге, а индустрије скоро и да нема, јасно је да се са задуженим средствима није поступало на адекватан начин. Дакле, дизали су се кредити који нису улагани у нове технологије и такво преструктурирање привреде које ће остваривати довољан профит за враћање главнице и камате.

Нажалост, таква привреда није била способна да се саморепродукује и развија без капитала из иностранства, да продуктивно повећава запосленост, да се раздужује и одржава макроекономска стабилност. У таквој привреди биле су неопходне реформе и носиоци економске власти су се определили за модел „слободног тржишта“, који је представљао један „велики раскид“ са претходним системом привреде („шок терапија“)²⁰⁶. Радикално, одмах и истовремено, без претходне припреме, спроведене су

²⁰⁵ Транзиторне промене - неактивистички приступ у вођењу економске политике, који се темељи на неокласичној парадигми и индивидуалистичком типу државног интервенционизма.

²⁰⁶ Гавриловић, М., Ивановић И. (2011) *(Не)постојање друштвене одговорности у привреди Србије у процесу приватизације*, Мегатренд ревија, вол. 8, бр. 1, стр. 337-349

промене зарад макроекономске стабилности, приватизацији, реформе пореског система, рачуноводственог сиситема, либерализације цена.

С обзиром да је постојала велика задуженост у српској привреди, и како би се елиминисао вишак тражње водила се чврста монетарна и фискална политика, и уз то је ослабљена вредност динара. Креатори економске политике су спровођењем оштре рестриктивне монетарне политике (смањењем новчане масе у оптицају), порастом каматне стопе, трагали за њеним оптималним нивоом, као и за оптималним пореским оптерећењем. Сматрали су да ће након смањења тражње уследити и успостављање равнотеже у буџету и у банкарском систему. Међутим, повећана каматна стопа и повећани порези јесу деловали на смањење агрегатне тражње, али како су повећани порези, тако су повећани и јавни расходи. Из буџета је уследило покривање губитака непродуктивних предузећа, чиме су новчана средства поглешно алоцирана. Овај проблем постоји и данас (2014. година). Такође, дошло је до наглог скока каматне стопе, што је погодило и произвођаче.

На целокупну ситуацију, слабљењем вредности динара смањена је конкурентност домаћих произвођача, односно домаћа производња је остала без тражње (плус на то и либерализација тржишта захтевана од стране ММФ). То је проузроковало затварање многих фабрика и наглог скока незапослености, смањења куповне моћи становништва. Приватизацијом широм су отворена врата страном присвајању најбоље имовине у земљи. Велики је број фабрика, од стране финансијских и пословних кругова, куповано по врло ниским ценама.

Да ли су реформама постигнути повољни услови развоја привреде и социјалне сигурности, обезбеђење јавности, флексибилност и формирање цена по тржишним условима? Нису! Да ли је у тој неповољној привредној коњукутури пронађено оптимално решење спровођења мера монетарне и фискалне политике од стране креатора економске политике? Рекло би се да није.

Кратким увидом у реформе деведестих година, видели смо да је потребно вршити континуирано комбиновање мера монетарне и фискалне политике, без оптерећења неким доктринарним предубеђењима. Касније реформе у периоду након 2000. године, показале су да се промене не могу спроводити брзо, одмах и све заједно, у виду наглог раскида са претходним начином вођења економске политике и целокупног привредног система, и да је потребно ипак имати адекватну квалитетну

припремљену подлогу за спровођење неких мера монетарне и фискалне политике, па и свих мера уопште. Носиоци економске власти у Србији почетком 21. века имали су шансу да се пре почетка реализације радикалних привредно - системских промена, врло студиозно упознају са добрим и лошим и практичним и теоријским искуствима других бивших социјалистичких земаља које су такве промене спроводиле већ око десет година.

За креаторе економске политике, дефинисање адекватне комбинације мера треба да буде резултат настојања да се у свакој прилици налазе решења која одговарају конкретној реалности и потреби унапређења природне ефикасности и обезбеђења макроекономске стабилности.

6.2.8. Дефинисање монетарног и фискалног оптимума у посткризном периоду (након 2008. године)


Након избијања светске финансијске кризе у америчкој економији и њеног продубљивања и преливања у остатак света 2008. године, па и у српску економију, од 89.500 привредних друштава у Републици Србији, 85.500 су била мала предузећа, док су велика чинила број 924. Од укупног кумулативног губитка око 1.360 милијарди динара, 62,5% се односило на велика предузећа у којима је запослено 45% или 450.000 од укупног броја запослених. Такође, неповољна ситуација са великим предузећима је била та што је само 124 привредна субјекта пословало нормално, без испуњавања услова за стечај. Половина под стечајем је изгубила и целокупни капитала²⁰⁷. То се и одразило на привредну активност, падом БДП за - 29,04%, повећаном незапосленосту у наредном периоду, али и повећаном инфлацијом.

Веће учешће у укупном броју предузећа 89.500, чинила су мала предузећа што је било и погодније за адаптацију, насупротив великим системима. Јесте да је њихов профит мањи, али свакако су ефикаснији у тој ситуацији за повећавање јавних прихода, смањење буџетског издржавања и слично. Истовремено због огромних губитака велика предузећа нису била способна да измирују елементарне обавезе према

²⁰⁷ Ранковић, Ј. (2009) *Прети нам колективни банкрот*, kWh Електропривреда Србије, број 428

добављачима и држави. Уз све то, као последица изузетно рестриктивне кредитно-монетарне политике у привреди, односно повећања каматне стопе, владао је хроничан недостатак обртног капитала.

Након пола деценије од избијања кризе, 2012. године, српска економија бележи повећани број предузећа, на 91.536 привредних друштава (највеће учешће бележе прерађивачка предузећа) од којих су²⁰⁸:

506	велика предузећа		420.019	запослених
2.142	средња предузећа		224.223	запослених
9.699	мала предузећа		196.492	запослених
79.189	микро предузећа		153.745	запослених

Готово сви сектори бележе раст кумулираног губитка, при чему је све присутније разарање сопственог капитала и растућа стопе изгубљеног капитала. У привреди постоји финансијска напрегнутост, па се привредна друштва ослањају на позајмљене изворе и повећава се заинтересованост за кредите. Ако узмемо само њихове стопе приноса на укупна средства и на сопствени капитал после опорезивања, која је смањена код свих привредних друштава (укупна средства су смањена са 1,9 у 2011, на 0,6% у 2012., док је сопствени капитал смањен са 1,6 на -1,4% у 2012.години²⁰⁹), може се видети да постоји одсуство финансијске равнотеже.

Каратак приказ стања привредних друштава у Србији 2008. и 2012. године, *квантитативно* указује на повећани број предузећа, али *квалитативно*, и на погоршање профитабилности у оба периода. Предузећа су окарактерисана смањеним учешћем сопственог, а повећаним учешћем позајмљеног капитала у укупним изворима

²⁰⁸ Републички завод за статистику Републике Србије (2012) *Предузећа у Републици Србији према, радни документ величини, 2012,* бр.80, http://webrzs.stat.gov.rs/WebSite/repository/documents/00/00/76/17/RD_80_2011_Preduzeca.pdf, датум увида: 12.04.2014.

²⁰⁹ Агенција за привредне регистре (2012) *Саопштење о пословању у привреди Републике Србије 2012 – упоредни подаци из финансијских извештаја за 2011 и 2012. годину,* <http://www.apr.gov.rs/Portals/0/GFI/Makrosoapstenja/2012/Saopstenje%20privreda%20FI2012%20-%20komplet.pdf>, датум увида: 11/04/2014

финансирања, са веома ниском ликвидношћу. Овакво стање повећава немогућност плаћања дугова који су доспели за наплату, што свакако угрожава фискалну сферу економске политике у држави.

Тренд напуштања профитабилног пословања карактерише српску привреду у периоду након преливања и продубљивања кризе. Више од половине укупних кумулираних губитака се приписује великим предузећима, што свакако угрожава и проценат запослених/незапослених. Велика предузећа, којих има 506, броје 420.019 запослених, чија радна места су угрожена оваквим стањем у привреди. То такође, може додатно оптеретити буџет државе.

Дакле, с једне стране, српску привреду карактеришу предузећа која су у немогућности да измирују своје обавезе према добављачима и пословним партнерима, па прибегавају задуживању, а потом због смањене ликвидности и солвентности, остају у немогућности да плаћају и доспеле обавезе код банака, а с друге стране, тако угрожен банкарски систем тежи таргетирању одређене стопе инфлације, као основном монетарном циљу. Стога, српску привреду карактерише и промена стопе инфлације која 2012. године износи 11.15%.

Овај сегмент монетарне политике је постепено реформисан, почев од *Меморандума о новом оквиру монетарне политике* из 2006., па до *Меморандума о циљању (таргетирању) инфлације као монетарне стратегије* из 2009. године. Променама референтне каматне стопе и тражењем оптималног нивоа каматне стопе, монетарне власти таргетирају инфлацију. Наравно, услед одсуства дејства промена референтне каматне стопе, монетарне власти прибегавају интервенцијама на девизном тржишту.

Из табеле 6.11 може се видети да у периодима када је инфлација контролисана рестриктивном монетарном политиком (антиинфлационом), као на пример, 2009. када је процентуална промена инфлације била 8,10%, БДП, односно привредне активности су бележиле осетнији пад од -3,51% и , као и незапосленост (17,4%). И у супротном случају, евидентан је дебаланс. Наиме, када је БДП у порасту, инфлација попушта пред мерама антиинфлационе политике, повећава се.

Основни монетарни инструмент у тој ситуацији јесте референтна каматна стопа. На пример, реаговање монетарних власти на повећану инфлацију 2011. године (11.15%), односила се на повећање референтне каматне стопе. Од почетка 2012. године

када је износила 9.75%, референтна каматна стопа је до краја године повећана на 11.25%. Оваква монетарна мера је ишла у прилог смањања инфлационих притисака на привреду и смањењу прекомерног задуживања и продубљивања непрофитабилности предузећа, па и самих појединаца (становника).

Касније током 2013. године контракциона монетарна политика, је замењена благом монетарном експанзијом, кроз тренд снижавања каматне стопе до 9.50%. Да експанзија није забележена и у фискалној сфери, говори чињеница да су повећане пореске стопе, оба облика ПДВ - једна са 18 на 20%, а друга посебна стопа са 8 на 10%. И ово повећање је изведено постепено. Јесте да повећање пореза није омиљено и прихваћено од стране становништва нити привредних субјеката, али држави оваква фискална мера одговара. С једне стране, становништву и привредним субјектима се смањује расположиви доходак, док с друге стране држава повећава јавне приходе на овај начин. Неопходна је фискална (буџетска) дисциплина.

У српској привреди буџетски дефицит и јавни дуг имају велико оптерећење (учешће) БДП - а. Србија иде ка кризи јавног дуга, што се може видети у периоду након 2008. године. Пострамаутски ефекат се испољава у фискалној сфери кроз повећање јавног дуга. Крајем 2010. године, а посебно крајем 2011., јавни дуг је прекорачио законску границу од 45% БДП. То је једно од фискалних правила, за чије нарушавање је одговоран фискални дефицит који од продубљивања и преливања кризе поприма све већи и већи обим. Према фискалном правилу фискалних власти Републике Србије, циљање годишњег дефицита у средњем року треба износити 1% БДП.

Насупрот овом правилу фискални дефицит се знатно повећава од - 2.65% почетком 2009., до - 4.99% почетком 2012. године (слика 6.7) . Другачије исказано, крај сваке године обележен је са све већим фискалним дефицитом. У прве две године кризе, фискални дефицит у Србији био је чак нешто нижи него у ЕУ. Међутим, од 2010. или 2011. већина земаља чланица ЕУ нагло је оборила свој дефицит, углавном повећањем пореза, док је дефицит у Србији остао на готово непромењеном нивоу из 2009. и кретао се између 4,5 и 5% БДП-а. Дефинитивно трендови се погоршавају.²¹⁰

²¹⁰ Фискални савет (2012) *Предлог мера фискалне консолидације 2012-2016.године*, http://fiskalnisavet.rs/images/fiskalna_konsolidacija.pdf, датум увида: 25.03.2014.

Према подацима слике 6.6 почетак 2013. године бележи изузетно велико прекорачење законских 45% учешћа јавног дуга у БДП, што је и резултат веће јавне потрошње и фискалног дефицита од - 6,2 (слика 6.7). Чини се да, налик двехиљадитим годинама прве деценије 21. века, брже расте фискални дефицит и задуженост, него што расте привредна активност.

Шта учинити и које су то мере фискалне политике неопходне за успостављање фискалне дисциплине, а тиме и макроекономске стабилности? Како би изгледала оптимална фискална стратегија, питају се креатори економске политике. Како би се одговорило на постављене дилеме, потребна је реформа фискалног система.

- I** фискално правило – циљање одређене вредности годишњег дефицита у средњем року, која би требала да износи 1% БДП-а;
- II** фискално правило – државни дуг не треба да прелази законски утврђену границу од 45% БДП;
- III** фискално правило - промени структура јавне потрошње у правцу смањења текућих расхода и повећања јавних инвестиција.²¹¹

Теоријски посматрано, фискална политика се дели на пореску и буџетску политику. Из једноставне поставке, следи и једноставна поставка потребних реформи:

1. реформа пореског система
2. буџетске реформе.

Реформе пореског система се конкретно односе на корекцију пореза. С обзиром на постојање већих јавних расхода од јавних прихода, постављена је дилема, на који начин повећати јавне приходе. Нема другог решења, него повећати пореске стопе. Наравно, да се тај потез најмање допада пореским обвезницима, становништву и привредним друштвима, али дефинитивно такве мере су неопходне на неки средњи рок. Неке од таквих мера јесу повећање обе пореске стопе ПДВ са 18% на 20% (са планом да се повећа на 22%, због блажег преласка на нову пореску стопу), и са 8% на 10%, или промена акцизне политике, повећане акцизе на дуванске производе и алкохолна пића. Дакле, реформе пореског система су већ отпочеле с тим да је боља смерница фискалног реформисања, да се иде на смањење јавних расхода, а не првенствено на повећање јавних прихода.

²¹¹ Фискални савет (2014) *Фискална правила*, <http://www.fiskalnisavet.rs/cyr/fp>, датум увида 20.02.2014.

Буџетска реформа се односи на смањење јавних расхода, а самим тим и смањења задужености државе. Смањење јавних расхода је алармантно питање због великог фискалног дефицита и јавног дуга. С обзиром да дефицит буџета Републике Србије прелази 6% учешћа у БДП - у периоду с краја 2012. и почетка 2013., а требало би по фискалном правилу бити 1% БДП - а, постепеном фискалном консолидацијом, прилагођавањем, на средњи рок, дефицит треба смањити на половину вредности, а затим планом фискалне власти на дефицит од 0% БДП (до 2016.). Колико је реално оствариво, видиће се. Не би ли се смањили јавни расходи, могу се смањити плате јавном сектору без обзира на стопу инфлације, и извршити реструктурирање и рационализацију јавног сектора. Уз плате, акценат се ставља и на замрзавање пензије, што не би било добро прихваћено од стране јавности.

~ ~ ~

После обавештења да у јавном сектору ради 740.000 људи и да се стално примају нови, Влада предлаже да се забрани запошљавање до краја 2015. чак и на места са којих су радници отишли, на пример у пензију. Фискални савет сматра да је то добра одлука, али треба ићи и на смањење плата и броја запослених. У наредне две године више нико неће моћи да добије посао у јавном сектору. А они који већ раде за државу, као и пензионери, мораће да се помире са реално мањим месечним примањима - без обзира на инфлацију, у наредне три године плате и пензије повећаваће се само по ½ процента два пута годишње. (РТС²¹², 2013.)

Уколико се обезбеди смањење јавних расхода, то ће позитивно утицати и на јавни дуг и потпомоћи монетарним властима да ефикасније таргетирају инфлацију. Постоје предузећа у српској привреди која послују са губитком (640 предузећа са 400 милиона евра годишњег губитка) и сходно томе и неизмирене доспеле обавезе према држави и јавним предузећима. Држава сваке године издваја одређену новчану масу у облику помоћи повраћаја њихове ликвидности, али сваке године та непродуктивна предузећа црпе све више новца.

Како у српској привреди постоји тренд напуштања профитабилног пословања, све је више предузећа чија је ликвидност и солвентност доведена у питање. Веома је присутна карактеристика немогућности плаћања доспелих обавеза добављачима и банкама. Ланчаном реакцијом инсолвентност се преноси, па је држава поред

²¹² РТС (2013) *Стоп запошљавању у јавном сектору*, <http://www.rts.rs>, датум увида: 22.02.2014

спашавања и одржавања ликвидности предузећа, дошла у ситуацију да спашава и банке.

Неопходно је да се из буџета издвоје средства за спашавање ликвидности и опстанка банака, уколико се жели спасити кредибилитет и поверење у банкарски систем, а самим тим и смањи угроженост остварења циљане стопе инфлације. Реч је о убризгавању пар стотина милиона евра у банкарски сектор Републике Србије.

На располагању кретаорима економске политике су свакако примери појединих централних банака (Централна банка Јапана, ФЕД...) које су прибегле нестандартним мерама монетарне политике, квантитативним попуштањима, кредитним и квалитативним олакшицама, али за српску фискалну и монетарну сферу то ће остати само примери нечије праксе, јер примена таквих мера захтева свођење референтне каматне стопе на нулу.

~ ~ ~

Народна банка Србије поред основних инструмената монетарне политике банкама одобрава и краткорочне кредите за ликвидност на основу залог хартија од вредности. Током 2009. и 2010. године, ти кредити одобрани су као мера подршке финансијској стабилности. Од 1. јануара 2011. године, НБС, као меру за одржавање ликвидности банака, банкама омогућава да учествују на аукцијама које она организује с циљем добијања кредита у динарима с роком доспећа до годину дана на основу залог хартија од вредности. (НБС, 2014)

Српска привреда се може ослонити на стандардне мере и адекватну комбинацију стандардних монетарних и фискалних мера, која до сада није на завидном нивоу. Јесте да последњи пример, убризгавања пар стотина милиона евра у банкарски сектор, ради спашавања банака, јесте узимање средстава из буџета за обезбеђење стабилности у монетарном сектору, али конкретни позитивни ефекти у реалном и финансијском сектору, не можемо рећи да су евидентирани.

Анализирањем макроекономских показатеља, уведемо се да постоје наговештаји позитивних *ефеката на привредни раст и развој, односно на реални сектор*, као и наговештаји *постизања позитивних ефекта у финансијском сектору*, али комплетне потврде помоћне хипотезе Х2 и Х3, нема.

Може се рећи да постоји тежња креатора монетарне и фискалне политике за *већим степеном усклађености мера и инструмената монетарне и фискалне политике*,

зарад њиховог већег ефекта у укупној економској политици, што је и генерална хипотеза ове докторске дисертације, али не може се рећи да је у случају примене мера и инструмената монетарне и фискалне политике у Србији, хипотеза и потврђена.

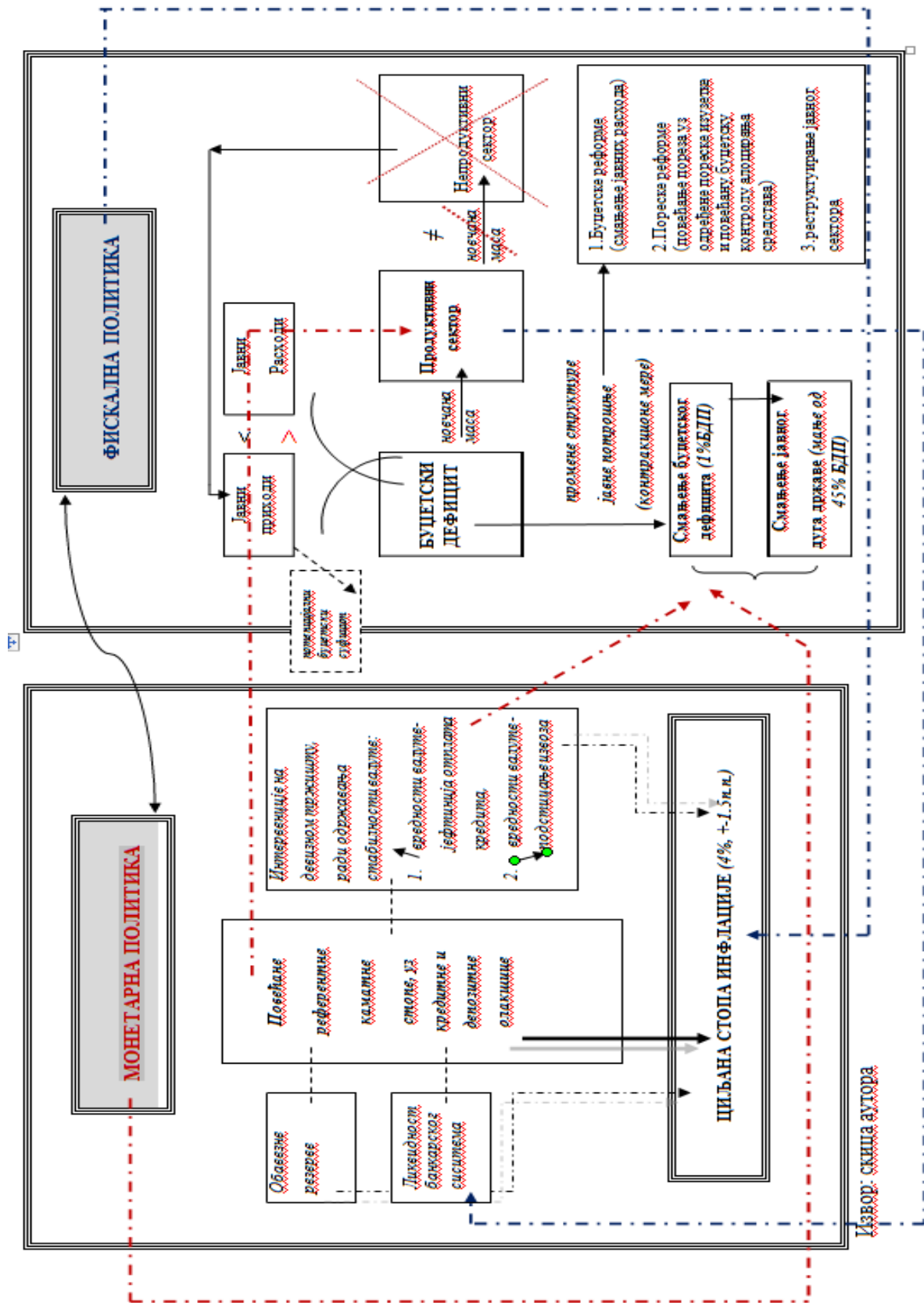
То је довољан разлог предузимања реформи којима ће главни циљ бити постизање фискалног и монетарног оптимума. Реформе отварају дилеме у српској националној економији:

- Да ли применити мере повећања пореза или мере смањења плата и пензија?
- Да ли вршити рационализацију у јавном сектору или пустити да се спроведе мера повећања ПДВ на 26-27%?
- Да ли смањити плате јавном сектору и замрзнути пензије, а остати при финансирању и убризгавању помоћи одржавања ликвидности непродуктивних предузећа у привреди?
- Да ли финансирати непродуктивна предузећа, чиме постоји друштвена одговорност према запосленима и привреди у целини или спашавати банкарски сектор, чиме се смањује одступање циљане стопе инфлације?

и на крају питање од значаја:

- С обзиром да се фискалним и монетарним мерама, теже смањити трошкови рада и спасити одређени број банака, а повећати пореско оптерећење на потрошњу (становништву), поставља се питање да ли ће интеракција мера монетарне и фискалне политике и њихова реализација допринети квантитету или квалитету?

Слика 6.10. Модел адекватне координације монетарне и фискалне стратегије



Оптерећење потрошње путем постепеног повећавања оба пореза ПДВ, једног на 20%, а другог на 10%, је већ прихваћено у јавности, што од становништва, што и од привредних субјеката. Свако наредно континуирано повећање ПДВ - а на 26 - 27% било би неприхватљиво и повећало би несигурност и неповерење у фискални систем. Подсећања ради, обезбеђење сигурности, поверења у фискални систем јесте једно од фискалних правила.

Рационализација и реструктурирање у јавном сектору је неопходно, јер већи део јавних расхода одлива се управо на плате јавног сектора. Овим реформисањем, пак, треба приступити са квалитативног аспекта, а не искључиво квантитативног. Спроведеним солидарним опорезивањем у Републици Србији, оптерећени су сви запослени у јавном сектору који имају плату већу од 60.000,00 динара. Међутим, када се каже да треба реформисати јавни сектор, никоме се на том списку не налазе медицински, академски, просветни радници, научници, уметници. Потребно је приступити овом деликатном питању са квалитативног аспекта и одређене подсекторе јавног сектора изузети оваквог пореског оптерећења.

Оптерећујуће за буџет јесу разна непродуктивна предузећа у српској привреди, која су под стечајем и једном ногом у безповратној ситуацији. Веома је важно да се оконча реструктурирање тих предузећа уколико је могуће у што краћем року, али и обезбедити средства за социјално збрињавање запослених који ће изгубити посао у процесу приватизације или стечаја. Већи део ових средстава могао би бити обезбеђен управо кроз уштеде на субвенцијама. У супротном, ради одржавања њихове ликвидности одлазе милиони из буџета и формирањем још већег фискалног дефицита, отвара опасност још већег јавног задуживања.

Дакле, трагањем за оптималним мерама фискалне и монетарне политике није једноставно, али није ни неизводљиво. Пошто се фискалне власти надају уштеди у буџету од неколико стотина милиона евра, а монетарне власти на још ефикаснијем таргетирању инфлације и одржавању стабилности националне валуте, неопходно је ипак осврнути се на мере за побољшање квалитативне слике српске националне економије, креирајући адекватну основу за остварење што већих ефеката мера економске политике на привредни раст и развој. Јер, како каже Елберт Хјубард (Elbert Hubbard): *Молите се да успех не стигне брже него што сте спремни да га поднесете!*

7. ЗАКЉУЧАК

На основу првог теоријског дела докторске дисертације направљен је увид у основе макроекономије и њене основне циљеве, као и мере и инструменте за постизање макроекономске стабилности, за чије остварење су битна позитивна кретања основних макроекономских агрегата: обима производње, одржавање одређене стопе запослености, опште стабилности цена и привредног раста и развоја. Приказано је на који начин се дејством мера и инструмената фискалне политике, може се постићи финансијска стабилност и поверење у финансијски систем на тржишту новца. Закључујемо да фискална политика која има за циљ постизање одрживог привредног раста и развоја, кроз поспешивање раста БДП, утицаја на ниво запослености, постизање економске равнотеже и стабилности цена, вођења одговарајуће пореске политике, као и праведну расподелу дохотка која је у складу са правилима фискалне одговорности, остварује дејство на тржиште производа и услуга и реални сектор.

Такође, може се закључити и да монетарна политика тежи истим циљевима као и фискална, с тим што то чини својим инструментима и трансмисионим каналима. Највећу пажњу посвећује одржавању стабилности цена, односно остваривању циљане стопе инфлације (таргетирању инфлације), прилагођавањем каматних стопа, интервенцијама на финансијском и девизном тржишту, кроз спровођење одређеног режима девизног курса и одржавање стабилности националне валуте без претераних осцилација, при чему одржава равнотежу на тржишту новца и остварује дејство на финансијски сектор.

Увидевши да постоје и различити аспекти сагледавања економиста на давање приоритета одређеној политици, закључујемо да је свакој националној економији неопходан један компактан фискално - монетарни модел. У раду је приказан IS-LM модел као основни модел макроекономије, кроз којим се може на једноставан начин представити међусобно деловање тржишта новца и тржишта производа и услуга.

Како на тржишту новца дејство остварују мере монетарне политике, а на тржишту производа и услуга мере фискалне политике, тако се кроз IS-LM модел представила битност координације мера ове две политике. Ниаме, дошло се до закључка да мере монетарне политике не могу саме обезбедити комплетно дејство на финансијски сектор, као што ни мере фискалне политике не могу обезбедити комплетно дејство на реални сектор. Неопходна је њихова координација!

У складу са тим, помоћна хипотеза 2 која гласи: *Што је већа усклађеност мера и инструмената фискалне и монетарне политике у њиховом деловању на реални сектор, то су већи ефекти на привредни раст и развој*; и помоћна хипотеза 3, која гласи: *Што је већа усклађеност мера и инструмената монетарне и фискалне политике, то су већи ефекти у финансијском сектору*, су потврђене. Потврда ове две помоћне хипотезе, потпомогле су доказивању генералне хипотезе, која гласи: *Што је већи степен усклађености мера и инструмената монетарне и фискалне политике, то је њихов ефекат у укупној економској политици већи*.

У другом делу докторске дисертације, у циљу потврђивања или одбацивања постављених хипотеза, аналитичким методом се приступило најбитнијим макроекономским агрегатима једне земље, односно примени мера и инструмената монетарне и фискалне политике у одређеним развијеним земљама и одређеним земљама у транзицији.

Како би се доказао значај усклађености мера и инструмената монетарне и фискалне политике, зарад већег ефекта на укупну економску политику (генерална хипотеза) извршена је анализа макроекономског амбијента Сједињених Америчких Држава и Јапана, као развијених земаља, које су међу првима примениле потпуно нестандартне мере у време светске економске кризе и начинили једну иновацију у домену економске политике. Анализа се односи на период 2000-2013. године.

Такође, како би се доказао значај усклађености мера и инструмената монетарне и фискалне политике, зарад већег ефекта на укупну економску политику, извршена је анализа основних макроекономских агрегата и у земљама у транзицији, односно Бугарској, Румунији, Хрватској и Републици Србији, у периоду од 2000. до 2013. године.

Анализом макроекономског амбијента САД и Јапана може се увидети да постоји константна дилема економиста око дефинисања најбоље комбинације мера и инструмената монетарне и фискалне политике, како би се превазишла општа макроекономска нестабилност. Иако се говори о привредама развијених земаља, неизбежно је закључити на основу макроекономских показатеља, да је свака земља имала доста успона и падова у вођењу своје економске политике. Постојали су различити приступи креатора макроекономске политике, па чак и у случајевима са

истим узроком нестабилности, што указује на тежњу сталног трагања за неком оптималном комбинацијом мера монетарне и фискалне политике.

Анализом макроекономских агрегата у развијеним земљама може се закључити да не постоји универзално решење за успостављање макроекономске равнотеже у једној економији, као и да је неопходно дефинисане циљеве и начин вођења економске политике ускладити са својим трговинским партнерима, како се не би прелила негативна кретања макроекономских агрегата из једне у другу земљу или регион и угрозила међународна сарадња.

Неадекватно координисане мере ове две политике и неадекватно имплементирани у свеукупну економску политику, доводиле су до негативних ефеката, како у реалном, тако и у финансијском сектору. И супротно, могло се видети позитивно дејство и већи ефекти на реални и финансијски сектор услед пажљиве координације мера монетарне и фискалне политике од стране креатора. То само иде у прилог претпоставкама докторске дисертације, па се стога у случају анализе развијених националних економија, може рећи да су помоћне хипотезе Х2 и Х3, као и генерална хипотеза, потврђене.

Анализом примене мера и инструмената монетарне и фискалне политике у привредама земаља у равоју, у Бугарској, Румунији, Хрватској и Републици Србији, у периоду од 2000. до 2013. године, односно првенствено анализом сваке земље појединачно, а потом и компарацијом њихових макроекономских агрегата (индукција), дошло се до следећих закључка:

- да је Бугарска земља која посвећује највише пажње привредном развоју и која би могла послужити креаторима српске економске политике као репер за одржавање и подстицање раста БДП;
- да је Румунија имала више пута добру комбинацију и хармонизацију експанзивних и контракционих мера економске политике, а најефикасније резултате по питању смањења и одржавања стопе незапослености;
- да је Хрватска земља са најефикаснијим таргетирањем инфлације, па стога, може бити еталон српским монетарним властима у таргетирању инфлације;
- да у Републици Србији привредна развијеност није на завидном нивоу, па самим тим није ни стопа запослености, а што се тиче стопе инфлације, иако је била на високом нивоу 2000. године, бележи тенденцију опадања у првој декади 21. века.

Анализирајући потврђеност или оповргнутост хипотеза, може се закључити да је генерална хипотеза, која гласи: *Што је већи степен усклађености мера и инструмената монетарне и фискалне политике, то је њихов ефекат у укупној економској политици већи*, потврђена у случају Румуније с почетка прве деценије 21. века, када је уочена добра комбинација и спровођење мера и инструмената монетарне и фискалне политике, како у реалном, тако и у финансијском сектору. У овом случају, потврђене су помоћне хипотезе Х2 и Х3, па самим тим и генерална хипотеза.

Такође, и Хрватска у 2007. години има такво кретање вредности макроекономских агрегата, које говори у прилог потврђивања генералне хипотезе Х1, која се односи на постизање већих ефеката у укупној економској политици, услед већег степена усклађености мера и инструмената монетарне и фискалне политике.

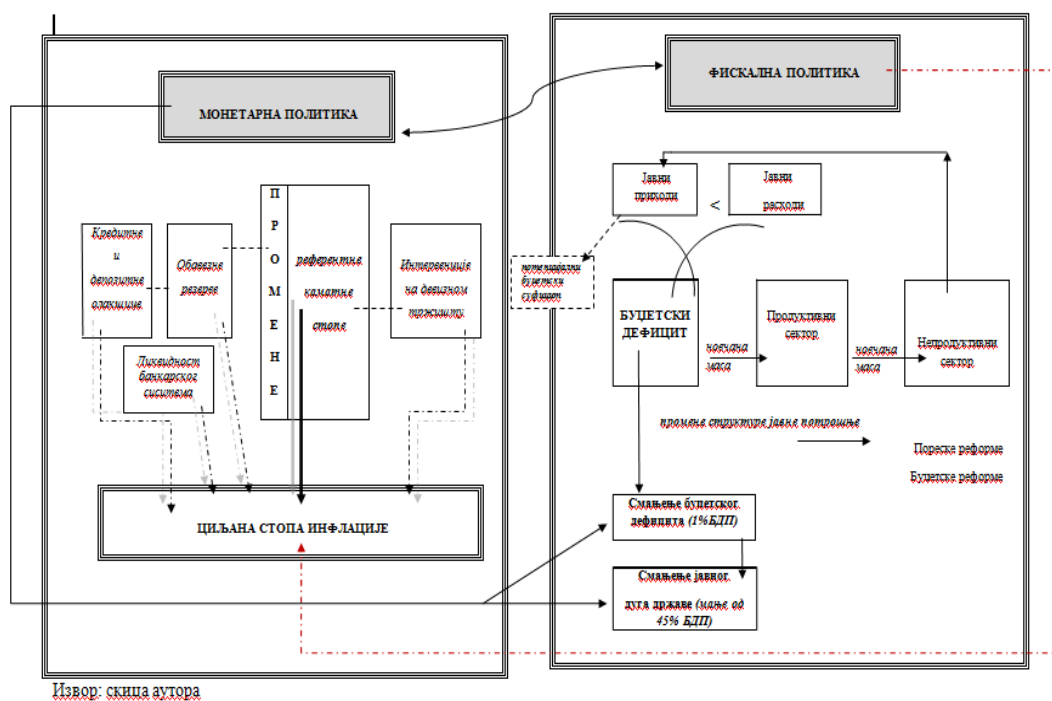
У Бугарској наизменично се смењује потврђивање помоћних хипотеза, док у српској економији постоји само једна ситуација 2007. године, када је увиђена потврда помоћне хипотезе Х2, која се односи на деловање мера економске политике на реални сектор. У овом случају, другу помоћну хипотезу Х3, није било могуће потврдити, с обзиром, да и поред смањења задужења државе, постојао је буџетски дефицит (у вредности од - 1,9% учешћа државног буџета у БДП). Очигледна је неопходност адекватне комбинације и хармонизације мера монетарне и фискалне политике, како у реалном, тако и у финансијском сектору, што је полазна претпоставка о макроекономској равнотежи и стабилности у овој докторској дисертацији.

Закључује се да свакој од ових земаља треба дугорочна стратегија подстицања привредне активности, односно улагања у продуктивне привредне секторе који ће допринети расту БДП и новом запошљавању становништва, уз општу стабилност цена, која се може постићи додатним монетарним напорима приликом таргетирања инфлације. Неопходно је и обуставити додатно одржавања ликвидности непродуктивних предузећа, која не доприносе, већ само стварају већу задуженост земље и негативно утичу на продубљивање буџетског дефицита. Евидентно је да је свака земља окарактерисана постојањем буџетског дефицита и велике задужености, што у великој мери оптерећује раст БДП, па је неопходно дефинисати стратегију постизања фискалног оптимума. Јесте да постоје сличности ове четири земље, према територијалном фактору, нивоу развијености и тежњи ка испуњавању истих услова и

циљева ради приступања у Европску унију, али није могуће пресликати комплетни модел вођења економске политике.

Собзиром да су Бугарска, Румунија и Хрватска постале чланице ЕУ, креаторима економске политике Републике Србије, кретање њихових вредности макроекономских агрегата, може послужити као еталон примене, и то Бугарска по питању раста БДП, Румунија по питању смањења и одржавања стопе незапослености и Хрватска према ефикасном таргетирању инфлације.




Закључна разматрања код развијених земаља и земаља у транзицији имају додирну тачку у једном јединственом закључку, а то је да не постоји могућност креирања универзалног модела примене мера и инструмената монетарне и фискалне политике, зарад остварења макроекономске стабилности.



Дакле, креатори економске политике сваке земље, морају дефинисати индивидуалне правце кретања трансмисионих канала монетарне и фискалне политике, зависно од поремећаја с којим се сусреће одређена национална економија, расположивих националних природних ресурсе, различитих начина акумулирања физичког, институционалног и људског капитала који им дају различите друштвене и економске капацитете и стога различите стратешке опције. Више пута је споменуто, и значајно је да адекватано формиран фискално - монетарни модел треба бити усклађен са осталим специфичним циљевима економске политике, односно, циљевима у погледу

платног биланса, циљевима који су везани за девизни курс и расподелу дохотка, а веома су битни за успостављање опште равнотеже.

На крају, генерално посматрано, може се закључити следеће:

<p>Помоћна хипотеза:</p> <p><i>Што је већа усклађеност мера и инструмената фискалне и монетарне политике у њиховом деловању на реални сектор, то су већи ефекти на привредни раст и развој.</i></p>	<p>ПОТВРЂЕНА</p> 
<p>Помоћна хипотеза:</p> <p><i>Што је већа усклађеност мера и инструмената монетарне и фискалне политике, то су већи ефекти у финансијском сектору.</i></p>	<p>ПОТВРЂЕНА</p> 
<p>Генералне хипотезе:</p> <p><i>Што је већи степен усклађености мера и инструмената монетарне и фискалне политике, то је њихов ефекат у укупној економској политици већи.</i></p>	<p>ПОТВРЂЕНА</p> 

8. ЛИТЕРАТУРА

1. Alesina A., Ardagna S., Perotti R., Schiantarelli F. (1999) *Fiscal Policy, Profits, and Investment*, National Bureau of Economic Research (NBER) Working Paper No. 7207
2. Alesina, A.,F., Perotti, R., (1999) *Budget Deficits and Budget Institutions*, Chapter in NBER book: Fiscal Institutions and Fiscal Performance, James M. Poterba and Jürgen von Hagen, editors (p.13-36) Published in January 1999 by University of Chicago Press
3. Altting D., Smith B. (2003) *Evolution and Procedures in Central Banking*, Cambridge
4. Агенција за привредне регистре (2012) *Саопштење о пословању у привреди Републике Србије 2012 – упоредни подаци из финансијских извештаја за 2011 и 2012. Годину*
5. Бабић, Б. (1994) *Утицај блокада на привредну реформу СР Југославије*, Санкције-узроци, легитимитет, легалитет и последице, САНУ, Београд
6. Basel Committee on Banking Supervision (2011) *The transmission channels between the financial and real sectors: a critical survey of the literature*, Bank for international settlements , Working Paper No.18
7. Battaglini, M., Coate, S. (2011) *Fiscal policy and unemployment*, National Bureau of Economic Research (NBER) Working Paper No. 1762, Cambridge, MA 02138
8. Begg D., Fischer S., Dornbusch R., (2010) *Економија*, Дата Статус, Београд.
9. Bernanke S.,B. (1994) *The macroeconomics of the greath depression: acomparativ aproach*, National Bureau of Economic research (NBER), Working Paper No. 4814., Cambridge, MA 02138
10. Бингулац,З., Јовановић,М., Крстић,Б. (2003) *Монетарне и јавне финансије*, Мегатренд унивезитет примењених наука, Београд
11. Blanchard, O. (2011) *Макроекономија*“ , Мате, Загреб
12. Burda, M., Wyplosz, C. (2005) *Macroeconomics*, Oxford University Press, Oxford, New York
13. Bowman D., doyle B. (2003) *New Keynesian, Open-Economy Models and Their Implications for Monetary Policy*, Social Science Research Network (SSRN) Working Paper

14. Brili, R., Majers, S., Markus, A. (2010) *Основи корпоративних финансија*, Мате, Београд
15. Cecchetti S.(2010) *Monetary policy and financial stability: what's ahead for central and eastern Europe*, Bank for international settlements , Vienna
16. Censky, A. (2010) *QE2: Fed pulls the trigger*, CNNmoney.com, November 2010.
17. Цветановић, С., Ђорђевић, М., Царић, М. (2008) *Економија*, Факултет за економију и инжињерски менаџмент, Нови Сад
18. Деветковић С., Јовановић Гавриловић Б., Рикаловић Г. (2005) *Национална економија*, Центар за издавачку делатност Економског факултета у Београду, Београд
19. Драгутиновић Д. (2007) *Моћ и немоћ монетарне политике у успостављању равнотеже између платнобилансних циљева и циљева инфлације*, Народна банка Србије
20. Драгичевић, А. (1965) *Лексикон политичке економије*, Новинско-издавачки, штампарски и биротехнички завод, Загреб
21. Драгичевић, Р.,Т., Гавриловић, М. (2013) *Корпоративна економија – агностицизам морала материјализован у класним поделама*, Међународна научна конференција – Морлани учинци у економији и економски учинци морала, Република Србија, Београд, Висока школа за предузетништво, Институт за економику пољопривреде, Центар за индустријске односе, стр.83-91
22. Драгишић, Д., Илић, Б., Медојевић, Б., Павловић, М. (2002) *Политичка економија*, Економски факултет, Београд
23. Fischer, B. (1982) *General equilibrium and business cycles*, National Bureau of Economic research (NBER), Working Paper No. 950, Cambridge
24. Fischer, B. (1982) *General equilibrium and business cycles*, National Bureau of Economic Research (NBER), Working Paper No. 950, Cambridge
25. Friedman, M., B (1956) *Studies in the Quantity theory of Money*, Chicago University Press
26. Friedman, M., B. (2000) *Monetary policy*, National Bureau of Economic Research (NBER), Working Paper No.8057
27. Farrell P., Juan (2007) *Monetary policy rules in theory and in practice: evidence from the Uk and the US*, The British library, Cardiff Business School
28. Фискални савет (2012) *Предлог мера фискалне консолидације 2012-2016.године*

29. Фискални савет (2014) *Фискална правила*
30. Ђукић Ђ.(1992) *Монетарна власт и стабилност новца*, Литопапир Чачак, 1992.
31. Гавриловић, М., Ивановић И. (2011) *(Не)постојање друштвене одговорности у привреди Србије у процесу приватизације*, Мегатренд ревија, вол. 8, бр. 1, стр. 337-349
32. Гњатовић, Д., Грбић, В. (2009) *Економска политика: Теорија–анализа – примена*, Мегатренд Универзитет, Београд
33. International Monetary Fund, World Economic Outlook,(2013) *Hopes, Realities, and Risks* , April
34. International Monetary Fund (2003) *Concluding Statement*, IMF Staff Visit to the Slovak Republic, October 7-15
35. Irwin, Timothy (2003) *Public Money for Private Infrastructure : Deciding When to Offer Guarantees, Output-based Subsidies, and Other Fiscal Support*, World Bank, Washington, License: CC BY 3.0 IGO.
36. Јакшић, М. (1999) *Економија*, Пословна школа „Мегатренд“, Београд
37. Јакшић, М., Фабрис, Н., Прашчевић, А. (2008) *Основи макроекономије-примери*, Економски факултет, Београд
38. Јакшић М.(2010) *Опита равнотежа, недостаци и дилеме у вези ИС-ЛМ модела*, Економске теме бр.2, Економски факултет Ниш, Ниш
39. Јосифидис, К, Ђукић, Ђ. (1994) *Макроекономија*“, Футура публикација, Нови Сад
40. Јованцаи, А., Стакић, Н. (2013) *Нестандардне мере монетарне политике*, Банкарство, бр.1, Београд
41. Капор, П., (2007) *Банкарство са основама банкарског пословања и међународним банкарством*, Мегатренд универзитет, Београд
42. Капор П. (2010) *Банкарство са међународним банкарством*, Мегатренд универзитет, Београд
43. Капор П. (2013) *Међународне пословне финансије*, Мегатренд универзитет, Београд
44. Кејнс, М.,Ц., (2013) *Опита теорија запослености, камате и новца*, ЈП Службени гласник

45. Ковач О., Маџар Љ., Попов З., Станишић Д. (1983) *Привредни развој Југославије до 2000.*, Институт економских наука, Београд
46. Ковач, О. (2002), *Међународне финансије*, Економски факултет у Београду, Београд
47. Ковач, О. (1994) *Утицај санкција на функционисање и реформу привреде СР Југославије*, Санкције - узроци, легитимитет, легалитет и последице, САНУ, Београд, стр.66
48. Комазец С., Ристић Ж., Јовановић М. (1996) *Економија*, Висока пословна школа Мегатренд, Београд
49. Котлица, С., Кнежевић, Б. (2005) *Економика међународног пословања*, Мегатренд универзитет примењених наука, Београд
50. Krugman, P., Obstfeld, M. (2009) *Међународна економија*, Дата Статус, Београд
51. Krugman P. (2000) *How complicated does the model have to be?* , Oxford Review of economic policy, vol.16, No.4
52. Кулић, М. (2010) *Јавне финансије*, Мегатренд универзитет, Београд
53. Лабус, М. (1997) *Основи економије*, Југословенска књига
54. Levin R. (2004) *Finance and growth:theory and evidence*, National Bureau of Economic Research (NBER) Working Paper No. 10766
55. Lukkezen J., Teulings C.N. (2013) *Optimal fiscal policy*, SSRN, Working Paper No. 4241
56. Mankiw G. (2007) *Принципи економије*, Економски факултет, Београд
57. Magud, N., E., Tsounta, E. (2012) *Policy Interest Rates in Latin America: Moving to Neutral?*, International Monetary Fund (IMF)
58. Magud, N., E., Tsounta, E. (2012) *To Cut or Not to Cut? That is the (Central Bank's) Question*, In Search of the Neutral Interest Rate in Latin America, International Monetary Fund (IMF) Working Paper 12/243, Western Hemisphere Department
59. McCallum B. T., Nelson E. (2000) *An Optimizing IS-LM Specification for Monetary Policy and Business Cycle Analysis*, National Bureau of Economic Research (NBER) Working Paper No. 5875 (Also Reprint No. r2259)
60. Миловановић, С., Царић, М. (2007) *Макроекономија*, Привредна академија, Нови Сад
61. Mishkin F.S. (1981) *The Real Interest Rate: An Empirical Investigation*, The National Bureau of Economic Research (NBER) Working Paper No. 622 (Also Reprint No. r0243)

62. Mishkin, S., F. (2008) *Globalization, macroeconomic performance, and monetary policy*, National Bureau of Economic Research(NBER) Working Paper 13948, Cambridge
63. Mishkin, F.S. (2010) *Економија новца, банкарства и финансијских тржишта*, Загреб
64. Народна банка Србије (2014) *Статистички билтен*
65. Народна банка Србије (2006), *Меморандум НБС о принципима новог оквира монетарне политике*
66. Народна банка Србије (2013) *Начин деловања монетарне политике*
67. Народна банка Србије (2014) *Операције Народне банке Србије на девизном тржишту*
68. Народна банка Србије (2014) *Саопштење извршног одбора НБС*
69. Народна банка Србије (2012) *Меморандума Народне банке Србије о утврђивању циљане стопе инфлације за период 2009. – 2011. године*
70. Николић, М., Маленовић, Н., Покрајчић, Д., Пауновић, Б. (2003) *Економика предузећа*, Економски факултет у Београду
71. Nuti, M. (2002) *Governing Incomplete Globalization u: Economic Science Before the Challenges of the XXI Century*, Faculty of Economics, Sarajevo
72. Obstfeld M., Rogoff K.(1996) *Foundations of international macroeconomics*, The MIT Press, Cambridge, Massachusetts, London, England
73. OECD (2012), *What are the best policy instruments for fiscal consolidation?*, OECD Economics Department Policy Notes, No.11
74. OECD (2012), *Fiscal Consolidation:How much is needed to reduce debt to a prudent level?*, OECD Economics Department Policy Notes, No.12
75. Пелевић Б., Вучковић В.(2007) *Међународна економија*, Економски факултет, Београд
76. Привредна комора Србије (2012) *Предлог оквира амкроекономска политике за 2012.и основа макроекономске политике за период 2012.-2016.године*,
77. Прошић, Д. (2014) Камата и скривене замке метода обрачуна камате, Банкарство,бр.3
78. Ранковић, Ј. (2009) *Прети нам колективни банкрот*, kWh Електропривреда Србије, број 428
79. Републички завод за статистику Републике Србије (2012) *Предузећа у Републици Србији према, радни документ величини, 2012*, бр.80

80. Родић, Ј. (1991) *Пословне финансије*, Београд
81. Roche, О., С. (2011) *Hyperinflation - It's More than Just a Monetary Phenomenon*, Social Science Research Network (SSRN) Working Paper
82. Самјуелсон, П., Нордхаус Д., В. (2009) *Економија*, Мате, Београд
83. Shirakawa, М. (2002) *One Year under „Quantitative easing“*, Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, IMES Discussion Paper Series 2002-E-3
84. Смит, А., (1952) *Богатство народа*, Култура, Загреб
85. Soloman, Ј., Sutcliffe, М. (2004) *Economic for Business*, Prentice Hall/Financial Times, England
86. Stretton, Н. (1999), *Economics: a new introduction*, Pluto press, London-Sterling, Virginia
87. Стојановић И. (2002) *Економија*, Мегатренд универзитет, Београд
88. Стојановић, И. (2008) *Економска криза у Америци – „сјај“ и беда глобализације*, Нова српска политичка мисао, Београд
89. Svensson L.О.Е.(1998) *Inflation Targeting as a Monetary Policy Rule*, National Bureau of Economic Research (NBER), Working Paper No. 6790
90. Spilimbergo А., Symansky S., Blanchard О.(2009) *Fiscal policy for the crises*, SSRN Working Paper
91. Вучковић, М., (1969) *Савремени проблеми монетарне теорије и политике*, Научна књига, Београд
92. Вукмирица В. (1998) *Капитал и социјализам*, Научна књига, Београд
93. Вукадин, Е.(1999) *Основи економске политике*, Београд
94. Wray, L., R. (1998) *Money ad Taxis: the Chartalist approach“*, Social Science Research Network (SSRN) Working Paper No. 222
95. Woodford, М. (2007) *How Important is Money in the Conduct of Monetary Policy?*, National Bureau of Economic Research (NBER) Working Paper No.13325
96. Yeager, L. (1972) *Monetary Policy and Economic Performance*, Washington
97. Агенција за привредне регистре - <http://www.apr.gov.rs/>
98. БЕА - Bureau of Economic Analysis - <http://bea.gov/>
99. BIZ life - <http://www.bizlife.rs/>
100. British Library- <http://www.bl.uk/>
101. Brazilian Bubble, Business and Finance, Emerging Markets Latin America, Brazil - <http://brazilianbubble.com/>

102. Economy.rs - <http://www.economy.rs/>
103. European Commission - http://ec.europa.eu/index_en.htm
104. Eurostat - <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/>
105. Фискални савет Републике Србије - <http://fiskalnisavet.rs/>
106. IMF- International Monetary Fund - <http://www.imf.org/>
107. International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, October 2012, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2012/02/weodata/>
108. Каматица - <http://www.kamatica.com/>
109. Landcorp International - <http://www.landcorpinternational.com/>
110. Министарство финансија и привреде - <http://mfp.gov.rs/>
111. Министарства регионалног развоја и локалне самоуправе - <http://www.mrrls.gov.rs/>
112. Народна банка Србије - <http://www.nbs.rs>
113. NBER - The National Bureau of Economic Research - <http://www.nber.org/>
114. Nobelprize.org - <http://www.nobelprize.org/>
115. Нова српска политичка мисао, <http://www.nspm.rs>
116. Политика - <http://www.politika.rs/>
117. Привредне комора Београд – <http://www.pks.rs/>
118. OECD - <http://www.oecd.org/>
119. Републички завод за статистику - <http://webrzs.stat.gov.rs/WebSite/>
120. РТС - <http://www.rts.rs>
121. SSRN - Social Science Research Network - <http://www.ssrn.com/>
122. Trading Economics – <http://www.tradingeconomics.com/>
123. Управа за трезор - Министарство финансија Републике Србије - <http://www.trezor.gov.rs/>
124. World Bank ,World Development Indicators database - <http://databank.worldbank.org>

