

Univerzitet u Beogradu
Ekonomski fakultet

mr Jelena V. Radović – Stojanović

Kontraciklična ekonomska politika
u prevazilaženju privrednih fluktuacija

Doktorska disertacija

Beograd, 2013.

University of Belgrade
Economic Faculty

Jelena V. Radović – Stojanović, MA

Countercyclical Economic Policy in Overcoming Economic Fluctuations

Doctoral dissertation

Belgrade, 2013.

Mentor: dr Aleksandra Praščević, vanredni profesor
Univerzitet u Beogradu, Ekonomski fakultet

Članovi komisije: _____

Datum odbrane: _____

Zahvaljujem se mentoru prof. dr Aleksandri Prašćević i prof. dr Marku Backoviću koji su omogućili izradu doktorske disertacije, kao i članovima komisije na korisnim primedbama i sugestijama tokom rada na disertaciji.

mr Jelena V. Radović - Stojanović

Kontraciklična ekonomska politika u prevazilaženju privrednih fluktuacija

Rezime

Predmet doktorske disertacije pod nazivom „Kontraciklična ekonomska politika u prevazilaženju privrednih fluktuacija“ je teorijska i empirijska analiza kontraciklične makroekonomske politike i njene primene u prevazilaženju cikličnih fluktuacija ekonomske aktivnosti u razvijenim tržišnim ekonomijama s jedne, i u ekonomijama u razvoju i ekonomijama sa nastajućim tržištima, sa druge strane. Tema disertacije je obrađena na celovit način koji je istovremeno uključio i predstavljanje teorijsko – metodološke osnove kontraciklične makroekonomske politike i rezultate empirijskih istraživanja koji ilustruju njenu primenu u razvijenim tržišnim ekonomijama, ekonomijama u razvoju te ekonomijama sa nastajućim tržištima, kao i empirijsko istraživanje o cikličnom karakteru ekonomske politike u Srbiji. Teorijske osnove kontraciklične ekonomske politike obuhvatile su instrumente i mere kontraciklične ekonomske politike i načine i mehanizme njihovog delovanja u prevazilaženju cikličnih privrednih fluktuacija koji su definisani u okviru teorije ekonomske politike. Pored toga, teorijske osnove su obuhvatile i stavove o uzrocima, transmisionim mehanizmima, načinima manifestacije i posledicama ciklične makroekonomske nestabilnosti koji su formulisani u savremenim makroekonomskim teorijama i njihove preporuke za vođenje kontraciklične ekonomske politike. Metodološke osnove kontraciklične politike obuhvatile su predstavljanje metoda statistike i ekonometrije koje se koriste u savremenim istraživanjima poslovnih ciklusa i cikličnoj analizi ekonomske aktivnosti. Nakon predstavljanja teorijsko – metodološke osnove kontraciklične ekonomske politike, disertacija se fokusirala na primenu kontraciklične ekonomske politike u savremenim tržišnim ekonomijama i ekonomijama u razvoju te ekonomijama sa nastajućim tržištima i na rezultate empirijskih istraživanja o karakteristikama poslovnih ciklusa i ekonomske politike u ovim ekonomijama. Rezultati ovih istraživanja prikazani su u disertaciji, pri čemu je izvršena njihova komparativna analiza sa posebnim naglaskom na uspešnost primene i efekte pojedinih mera kontraciklične ekonomske politike u različitim ekonomijama, uz zaključak da se iskustva ekonomija sa nastajućim tržištima u pogledu primene mera kontraciklične ekonomske politike mogu koristiti u procesima formulisanja i implementacije kontraciklične ekonomske politike u Srbiji. U nastavku disertacije predstavljeno je empirijsko istraživanje čiji je cilj bio da se ispita ciklični karakter ekonomske politike u Srbiji u periodu 2001-2011. godine. Istraživanje se sastojalo iz dva dela. U prvom delu istraživanja identifikovane su tačke prekretnice i ciklusi rasta u ekonomskoj aktivnosti Srbije u periodu 2001-2011. i izvršena je ciklična analiza ekonomske aktivnosti. Zatim je izvršeno poređenje sa cikličnim kretanjem ekonomske aktivnosti zemalja Evropske unije (Zone evra) kako bi se ispitalo odakle potiču ekonomske fluktuacije i da li su ciklusi u Srbiji posledica specifičnih okolnosti i događaja u ekonomskom, društvenom i političkom životu Srbije ili su posledica transmisije ciklusa iz inostranstva. Rezultati su pokazali da tačke prekretnice ciklusa Zone evra prethode tačkama prekretnicama srpske privrede i da je ovo prethodenje vrlo kratko, tako da se ekonomske fluktuacije iz zemalja Zone evra prenose na Srbiju vrlo brzo, praktično u okviru istog kvartala. Zaključak prvog dela empirijskog istraživanja bio je da postoji povezanost između poslovnih ciklusa zemalja Evropske unije i Srbije i

da postoji potreba za aktivnom kontracikličnom makroekonomskom politikom u Srbiji koja proizilazi iz ove povezanosti i podložnosti Srbije kao male, otvorene ekonomije uticajima iz međunarodnog okruženja. U drugom delu empirijskog istraživanja izvršeno je ispitivanje cikličnog karaktera ekonomske politike u Srbiji. Ispitivanje cikličnog karaktera ekonomske politike sastojalo se od analize cikličnog kretanja značajnih makroekonomskih varijabli – indikatora monetarne i fiskalne politike koje odražavaju mere ekonomske politike u Srbiji. Na osnovu analize cikličnog kretanja ovih varijabli i korelacije sa agregatnim ciklusom, ispitano je da li je ekonomska politika od 2001 – 2011. godine bila kontraciklična ili prociklična i u kojim svojim segmentima. U istraživanju su korišćene sledeće varijable: novčana masa M2, indeks cena na malo i realan efektivni devizni kurs na strani monetarne i serije javnih prihoda i javnih rashoda – primanja i izdavanja budžeta Republike Srbije, na strani fiskalne politike. Sezonska komponenta iz serija eliminisana je primenom X11 ARIMA metoda, dok je kao metod za ocenu trenda korišćen Hodrick – Prescott – ov (HP) filter. Ciklična komponenta serija dobijena je deljenjem vrednosti serija trendom i množenjem sa 100. U oceni cikličnog karaktera varijabli i ekonomske politike koju varijabla reprezentuje korišćen je uporedni grafički prikaz ciklične komponente varijabli i bruto domaćeg proizvoda i posmatrana je kros-korelacija između ciklične komponente varijabli i bruto domaćeg proizvoda na različitim pomacima. Rezultati empirijskog istraživanja su pokazali da je fiskalna politika u posmatranom periodu delovala kontraciklično. Fiskalna izdavanja deluju kontraciklično i sa pomakom, nakon šest kvartala, dok su primanja budžeta prociklična. Fiskalni impuls, konstruisan kao odnos izdavanja i primanja budžeta, takođe pokazuje kontracikličan karakter i vodi. Rezultat odgovara predviđanjima u okviru IS-LM modela sa nesavršenom mobilnošću kapitala gde je fiskalna ekspanzija u uslovima priliva kapitala praćena apresijacijom valute što vremenom dovodi do usporavanja rasta. Ciklično dejstvo novčane mase M2 u sprskoj privredi je unekoliko protivrečno, ali sudeći po rezultatima kros-korelacione analize i Grejndžerovog testa uzročnosti, novčana masa je prociklična i zaostaje za promenama u ekonomskoj aktivnosti. Realan efektivni devizni kurs deluje kontraciklično, nakon osam kvartala, a rezultat takođe odgovara predviđanjima u okviru IS-LM modela sa nesavršenom mobilnošću kapitala gde apresijacija kursa u uslovima priliva kapitala vremenom dovodi do pada u autputu. Posebna pažnja u istraživanju posvećena je cikličnom kretanju cena i korelaciji cena sa agregatnim ciklusom. Naime, ukoliko je koeficijent korelacije cena i agregatnog ciklusa negativan, cene su kontraciklične a uzroci ekonomskih fluktuacija su na strani agregatne ponude; u suprotnom, ukoliko je korelacija pozitivna, uzroci fluktuacija su na strani agregatne tražnje. Ovo je teorijska postavka, a cilj istraživanja je bio da se utvrdi da li bi se ova postavka mogla koristiti prilikom utvrđivanja uzroka cikličnih fluktuacija i za Srbiju. Rezultati empirijskog istraživanja su pokazali da su cene su prociklične i kasne za ciklusima u agregatnoj ekonomskoj aktivnosti, što ukazuje da su uzroci cikličnih fluktuacija u periodu od 2001-2011. godine u Srbiji bili na strani agregatne tražnje. S obzirom na rezultate empirijskog istraživanja, opažene cikluse u ekonomskoj aktivnosti Srbije i posledice transmisije međunarodnih ciklusa a naročito poslednje svetske finansijske i ekonomske krize, u disertaciji je ukazano da postoji potreba za aktivnom kontracikličnom politikom u Srbiji. Predložene mere u oblasti kontraciklične ekonomske politike obuhvataju mere spoljnotrgovinske politike kojima bi se izvršila diversifikacija spoljnotrgovinske razmene i ublažila podložnost ekonomije inostranim ciklusima. S obzirom na to da su uzroci cikličnih fluktuacija na strani agregatne tražnje, mere kontraciklične ekonomske

politike treba da budu usmerene na upravljanje agregatnom tražnjom, ublažavanje fluktuacija i produžavanje faza ekspanzije. Neophodno je definisati opšti pristup, principe i strategiju vođenja kontraciklične politike. Pristup bi trebao da bude proaktivan i zasnovan na makroekonomskoj analizi i predviđanju i na primeni savremenih, inovativnih pristupa poslovnim ciklusima koji obuhvataju: iznalaženje pojedinačnih rešenja za izlazak iz krize za svaku zemlju, istraživanje i pronalaženje novih izvora rasta, analizu pojedinačnog ciklusa, njegovih uzroka, karakteristika i transmisije i konstantno vrednovanje makroekonomske politike u svetlu novih okolnosti, specifičnih uzroka i mehanizama transmisije svakog pojedinačnog ciklusa.

Ključne reči: poslovni ciklusi, kontraciklična ekonomska politika, Srbija

Naučna oblast: ekonomija

Uža naučna oblast: makroekonomija

UDK broj: 338.2(497.11)(043.3)

Countercyclical Economic Policy in Overcoming Economic Fluctuations

Abstract

The subject of a doctoral dissertation entitled “Countercyclical economic policy in overcoming economic fluctuations” is a theoretical and empirical analysis of countercyclical macroeconomic policy and its use in overcoming cyclical fluctuations in economic activity in developed economies on the one hand, and developing economies and economies in emerging markets, on the other hand. The dissertation is addressed in a comprehensive manner that involves both the presentation of the theoretical and methodological foundations of countercyclical macroeconomic policies, and the presentation of the results of empirical studies that illustrate the use of the countercyclical economic policy in developed market economies, developing economies and economies in emerging markets, together with the empirical study on cyclical properties of economic policy in Serbia. Theoretical foundations of countercyclical economic policy have encompassed an overview of counter-cyclical economic policy instruments and measures as they are defined in the theory of economic policy and how they affect the economy in overcoming cyclical economic fluctuations. In addition, theoretical foundations have included different opinions of modern macroeconomic theories concerning what causes cyclical fluctuations, how they manifest, what the mechanisms of their propagations are, as well as economic policy suggestions. Methodological foundations have included the presentation of statistical and econometric methods used in contemporary studies of business cycles and in the cyclical analysis. After presenting the theoretical and methodological foundations of countercyclical economic policies, dissertation focuses on the use of counter-cyclical economic policy in developed economies, developing economies and economies in emerging markets and on the results of empirical researches on cyclical features of business cycles and economic policy in these economies. The results of these researches are presented and have been analyzed with special emphasis on the efficiency of measures of counter-cyclical economic policy and their effects on different types of economies. The conclusion is that the experience of emerging market economies with respect to the implementation of countercyclical economic policy can be used in the process of formulation and implementation of counter-cyclical economic policy in Serbia. Furthermore, the results of an empirical study whose aim was to examine the cyclical properties of economic policy in Serbia in the period 2001-2011 are also presented. Research consists of two parts. In the first part of the study the turning points and growth cycles in economic activity in Serbia in the period 2001-2011 were identified and the cyclic analysis of economic activity was performed. Then, the cyclical fluctuations in economic activity of the European Union (euro zone) were compared with those in Serbia in order to examine whether the cycles in Serbia are the result of specific circumstances and developments in the economic, social and political environment or the consequence of the transmission cycle from abroad. The empirical study has shown that the turning points in cycles of euro area precede the turning points of the Serbian economy and that this precedence is very short, so that economic fluctuations of the euro zone are transmitted on Serbia very fast, that is, within the same quarter. The conclusions of the first part of the empirical study are that there is a link

between the business cycles of the European Union and that there is a need for countercyclical macroeconomic policies in Serbia stemming from this relationship and vulnerability of Serbia as a small economy open to influences from abroad. In the second part of the empirical study the cyclical features of economic policy in Serbia have been explored. The study involved an analysis of cyclical properties of important macroeconomic variables, that is, of monetary and fiscal policy indicators which are representative of the economic policy in Serbia. Based on the analysis of cyclical properties of these variables and their correlations with aggregate cycle, we examined whether the economic policy from 2001 - 2011 was pro-cyclical or counter-cyclical and in which areas (monetary policy, fiscal policy, etc.). The following variables have been examined: money supply M2, the retail price index and the real effective exchange rate as the monetary policy variables, and a series of public revenue and public expenditure – government income and government expenditure, as the fiscal policy variables. The series are seasonally adjusted using the X11 ARIMA method, while the Hodrick-Prescott (HP) filter has been used as a method for assessing the trend. The cyclical component of the series is obtained by dividing the value of the series by trend and then multiplying them by 100. In assessing the cyclical properties of variables and economic policy a comparative graphical representation of variables and cyclical components of GDP have been used and a cross-correlation between the cyclical component of the variables and the gross domestic product in different shifts has been analyzed. The results of empirical studies have shown that fiscal policy in this period was countercyclical. Government spending affects the economy with some lag, after six quarters, while the government revenues are pro-cyclical. A fiscal impulse, constructed as the ratio of government income and government expenditure, also shows countercyclical properties and leads the aggregate cycle. The result corresponds to the predictions of the IS-LM model with imperfect capital mobility, where fiscal expansion accompanied by the capital inflows is followed by the currency appreciation, which eventually leads to slowdown in growth. Cyclical effect of M2 in the Serbian economy is somewhat contradictory, but judging by the results of cross-correlation analysis and Granger causality test, the money supply is pro-cyclical, lagging behind the changes in economic activity. Real effective exchange rate is acting in a counter manner after eight quarters. This result also corresponds to the predictions of the IS-LM model with imperfect capital mobility where the appreciation of the exchange rate accompanied by the capital inflows eventually leads to the fall in output. Special attention in the study has been paid to the cyclical properties of prices and their correlation with the aggregate cycle. Namely, if prices are negatively correlated with the aggregate cycle, they are countercyclical and the causes of economic fluctuations are on the supply side, otherwise, if the correlation is positive, the causes of the fluctuations are on the demand side. This is a theoretical postulate, and the goal was to determine whether this postulate can be used in determining the causes of cyclical fluctuations in Serbia. The study has shown that prices are pro-cyclical and lag behind the cycles, which is the indicator that the causes of cyclical fluctuations in Serbia in the period from 2001 to 2011 were on the demand side. Given the results obtained in the empirical study, the perceived cycles in economic activity in Serbia and the consequences of international transmission cycle, especially the last global financial and economic crisis, the doctoral thesis points out the need for active countercyclical policy in Serbia. The proposed measures of countercyclical economic policies include measures of trade policy that would enable diversification of foreign trade and mitigate vulnerability to international economic

cycles. Given that the causes of cyclical fluctuations are on the demand side, countercyclical economic policy should be focused on aggregate demand management, reducing fluctuations and extending the phase of expansions. It is necessary to define a general approach, the principles and strategy for management of counter-cyclical policies. The general approach should be proactive and based on macroeconomic analysis and forecasting, and the application of modern, innovative approaches to business cycles, which include: finding an individual solution to overcome the crisis in each country, exploring and finding new sources of growth, analyzing a particular cycle, its causes, characteristics and transmission and constant evaluation of macroeconomic policy in the light of new circumstances, specific causes and mechanisms of transmission of each cycle.

Key words: business cycles, countercyclical economic policy, Serbia

Scientific field: economics

Narrow scientific field: macroeconomics

UDC number: 338.2(497.11)(043.3)

SADRŽAJ

UVOD	1
I. Teorijsko - metodološke osnove kontraciklične ekonomske politike	7
1. Pojam, ciljevi i uloga kontraciklične ekonomske politike	8
1.1. Privredni rast i makroekonomska stabilnost kao ciljevi ekonomske politike	10
1.2. Uloga kontraciklične ekonomske politike	12
1.3. Analiza kontraciklične ekonomske politike. Metode analize.	15
1.4. Makroekonomski modeli u analizi kontraciklične ekonomske politike.....	18
1.4.1. IS – LM model za otvorenu ekonomiju	19
1.4.2. QE – FE model: efekti ekonomske politike na devizni kurs i platni bilans	24
2. Instrumenti ekonomske politike	29
2.1. Fiskalna politika	31
2.1.1. Automatski stabilizatori	33
2.1.2. Diskreciona fiskalna politika	35
2.2. Monetarna politika.....	38
2.2.1. Monetarni režimi.....	41
2.2.2. Instrumenti monetarne politike	46
2.2.3. Transmisioni mehanizam monetarne politike	53
2.3. Politika deviznog kursa	59
2.3.1. Izbor režima deviznog kursa	60
2.3.2. Koordinacija monetarne i fiskalne politike i politike deviznog kursa.....	63
3. Kontraciklična ekonomska politika	68
3.1. Uzroci ciklične nestabilnosti.....	70
3.2. Ugrađeni stabilizatori i diskreciona ekonomska politika	74
3.3. Instrumenti i mere kontraciklične ekonomske politike	77
3.3.1. Kontraciklična fiskalna politika	79
3.3.2. Kontraciklična monetarna politika.....	82
3.3.3. Devizni kursevi i kontraciklična ekonomska politika	85
3.3.4. Druge prateće politike.....	89
II. Kontraciklična ekonomska politika u teorijama poslovnih ciklusa	91
1. Pojam i karakteristike poslovnih ciklusa	92
1.1. Različiti pristupi poslovnim ciklusima	93
1.2. Karakteristike poslovnih ciklusa u razvijenim tržišnim ekonomijama	96
2. Kontraciklična ekonomska politika u savremenim makroekonomskim teorijama 101	
2.1. Kejnsovo objašnjenje poslovnih ciklusa.....	102
2.1.1. Poslovni ciklusi u <i>Opštoj teoriji zaposlenosti, kamate i novca</i>	105
2.1.2. Kontraciklična politika kod Kejnsa.....	107
2.1.3. Kejnzijanski pristup poslovnim ciklusima i koncepcija ekonomske politike.....	109
2.2. Monetarizam.....	113
2.3. Nova klasična makroekonomija	115
2.4. Teorija realnih poslovnih ciklusa.....	119
2.5. Teorija političkih ciklusa	122
2.6. Nova Kejnzijanska teorija.....	125
III. Primena kontraciklične ekonomske politike u razvijenim tržišnim ekonomijama i ekonomijama u razvoju	129
1. Borba protiv recesije u razvijenim tržišnim ekonomijama	130
1.1. Monetarna politika u razvijenim tržišnim ekonomijama	132
1.2. Karakter fiskalne politike	135

2. Poslovni ciklusi i kontraciklična ekonomska politika u ekonomijama u razvoju i ekonomijama sa nastajućim tržištima	139
2.1. Karakteristike poslovnih ciklusa.....	140
2.2. Monetarna politika i politika deviznog kursa	144
2.3. Fiskalna politika	147
2.4. Strukturne reforme.....	150
2.5. Komparativna analiza uspešnosti primene kontraciklične politike i pouke za Srbiju.....	154
IV. Empirijsko istraživanje: Poslovni ciklusi i ekonomska politika u Srbiji.....	158
1. Analiza poslovnih ciklusa u Srbiji – istorijat i novija istraživanja	159
1.1. Tačke prekretnice i ciklusi rasta u ekonomskoj aktivnosti Srbije 2001-2011. godine.....	161
1.1.1. Karakteristike i performanse privrede Srbije	162
1.1.2. Opšti pristup poslovnim ciklusima.	167
1.1.3. Statističke metode	168
1.1.4. Korišćeni podaci	175
1.1.5. Ciklično kretanje srpske privrede	178
1.2. Ciklična analiza ekonomske aktivnosti Srbije 2001-2011.....	182
1.3. Transmisija međunarodnih ciklusa na Srbiju i sinhronizacija sa ciklusima Evropske unije	187
2. Ekonomska politika u Srbiji 2001-2011.	194
2.1. Fiskalna politika	195
2.1.1. Fiskalna politika 2001-2008.	196
2.1.2. Sporazum Narodne banke Srbije i Vlade Republike Srbije o ciljanju (targetiranju) inflacije 200	
2.2. Monetarna politika.....	202
2.2.1. Instrumenti monetarne politike Narodne banke Srbije	203
2.2.2. Monetarna politika 2001-2008.....	208
2.2.3. Novi okvir monetarne politike	213
2.2.4. Politika deviznog kursa.....	217
2.3. Karakter ekonomske politike: empirijsko istraživanje.....	221
2.3.1. Definicije i metode.....	222
2.3.2. Fiskalna politika.....	225
2.3.3. Monetarna politika i politika deviznog kursa.....	229
2.3.4. Rezultati primene alternativnog pristupa	236
3. Održanje makroekonomske i finansijske stabilnosti i aktivna kontraciklična politika u Srbiji	239
3.1. Efekti globalne finansijske krize iz 2008. na Srbiju	240
3.2. Mere Vlade Republike Srbije za ublažavanje posledica globalne finansijske krize	244
3.3. Mere Narodne banke Srbije u cilju ublažavanja efekata svetske finansijske krize i očuvanja finansijske stabilnosti.....	247
3.4. Aktivna kontraciklična politika u Srbiji: mogućnosti i perspektive.....	250
ZAKLJUČCI.....	257
LITERATURA	261
PRILOG	274

Slike

Slika I-1 Operativni postupak implementacije monetarne politike u režimu targetiranja inflacije	49
Slika I-2 Transmisioni mehanizam monetarne politike I	54
Slika I-3 Transmisioni mehanizam monetarne politike II	55

Tabele

Tabela II-1 Ciklično ponašanje ključnih makroekonomskih varijabli u američkoj ekonomiji	98
Tabela II-2 Vodeći, koincidirajući i indikatori koji zaostaju za američku ekonomiju ...	99
Tabela II-3 Političko – ekonomski modeli agregatnih fluktuacija	123
Tabela IV-1 Osnovni makroekonomski indikatori za Srbiju 2002-2012.	166
Tabela IV-2 Karakteristike ciklusa rasta u bruto domaćem proizvodu Srbije 2001-2011.	181
Tabela IV-3 Koeficijenti kros-korelacije ciklusa rasta Srbije i ciklusa rasta Zone evra	193
Tabela IV-4 Konsolidovani prihodi sektora države u periodu 2005-2007, u % BDP – a	199
Tabela IV-5 Instrumenti monetarne politike Narodne banke Srbije	207
Tabela IV-6 Koeficijenti kros-korelacije bruto domaćeg proizvoda i realnih izdataka budžeta.....	226
Tabela IV-7 Koeficijenti kros-korelacije bruto domaćeg proizvoda i realnih primanja budžeta.....	227
Tabela IV-8 Koeficijenti kros-korelacije bruto domaćeg proizvoda i fiskalnog impulsa	228
Tabela IV-9 Koeficijenti kros-korelacije bruto domaćeg proizvoda i novčane mase M2	230
Tabela IV-10 Grejndžerov test uzročnosti: ciklusi rasta bruto domaćeg proizvoda i ciklusi novčane mase M2	231
Tabela IV-11 Koeficijenti kros-korelacije bruto domaćeg proizvoda i realnog efektivnog deviznog kursa.....	232
Tabela IV-12 Koeficijenti kros-korelacije bruto domaćeg proizvoda i cena	234
Tabela IV-13 Grejndžerov test uzročnosti: proizvodni jaz i reziduali iz novčane mase M2.....	238

Grafikoni

Grafik I-1 Mundell – Fleming – ov model	20
Grafik I-2 Fiskalna ekspanzija u režimu fleksibilnog deviznog kursa	22
Grafik I-3 Monetarna ekspanzija u režimu fleksibilnog deviznog kursa	23
Grafik I-4 Kratkoročna ravnoteža u QE-FE modelu	25
Grafik I-5 Ekspanzivna monetarna politika u QE-FE modelu	26
Grafik I-6 Ekspanzivna fiskalna politika u QE-FE modelu	27
Grafik I-7 Uticaj makroekonomske politike na tekući račun platnog bilansa.....	28
Grafik I-8 Targetiranje kamatne stope u uslovima nominalnih šokova	50
Grafik I-9 Targetiranje kamatne stope u uslovima IS šoka	52
Grafik I-10 Šokovi ponude i nivo cena	72
Grafik I-11 Šokovi agregatne tražnje i nivo cena.....	73
Grafik I-12 Kontraciklična monetarna i fiskalna politika u uslovima pada svetske tražnje	85
Grafik I-13 Kontraciklična monetarna i fiskalna politika u uslovima poremećaja na tržištima finansijske aktive	86
Grafik II-1 Stabilizaciona politika u Kejnzijanskom modelu.....	111
Grafik II-2 Efekat neanticipiranog povećanja u ponudi novca.....	118
Grafik II-3 Kriva ponude zasnovana na riziku	126
Grafik IV-1 Mesečni i desezonirani mesečni bruto domaći proizvod Srbije 2001-2011. i HP trend.....	179
Grafik IV-2 Tačke prekretnice i ciklusi rasta u bruto domaćem proizvodu Srbije 2001-2011.	180
Grafik IV-3 Ciklusi rasta Srbije i ciklusi rasta Zone Evra 2001-2011. godine	190
Grafik IV-4 Bruto domaći proizvod i Indeks cena na malo 2001-2011., ciklično kretanje	234
Grafik IV-5 Proizvodni jaz na osnovu regresionog pristupa i HP trenda.....	237

UVOD

Predmet doktorske disertacije „Kontraciklična ekonomska politika u prevazilaženju privrednih fluktuacija“ je teorijska i empirijska analiza kontraciklične makroekonomske politike i njene primene u prevazilaženju cikličnih fluktuacija ekonomske aktivnosti, kako u razvijenim tržišnim ekonomijama, tako i u ekonomijama u razvoju i ekonomijama sa nastajućim tržištima. Tema disertacije je obrađena na celovit način koji je istovremeno uključio i teorijske osnove kontraciklične makroekonomske politike, i rezultate empirijskih istraživanja koji ilustruju njenu primenu i efekte primene. Teorijske osnove kontraciklične ekonomske politike obuhvatile su instrumente i mere kontraciklične ekonomske politike i načine i mehanizme njihovog delovanja koji su definisani u okviru teorije ekonomske politike, kao i teorije poslovnih ciklusa i njihove preporuke ekonomskoj politici. Što se tiče empirijskih istraživanja, ona su korišćena u analizi mogućnosti primene i efekata pojedinih instrumenata i mera kontraciklične ekonomske politike u cilju prevazilaženja poslovnih ciklusa u razvijenim ekonomijama i ekonomijama u razvoju, te ekonomijama sa nastajućim tržištima, s obzirom na karakteristike ovih ekonomija i dostignut nivo u razvoju tržišta i institucija. Osim što je objedinila ove teorijske i empirijske aspekte analize poslovnih ciklusa i ekonomske politike, disertacija sadrži i empirijsko istraživanje o cikličnom karakteru ekonomske politike u Srbiji u periodu 2001-2011. godine.

Prvi i drugi deo disertacije posvećeni su teorijskim osnovama kontraciklične ekonomske politike. U prvom delu disertacije predstavljeni su pojam, ciljevi i instrumenti kontraciklične makroekonomske politike koji su na raspolaganju kreatorima ekonomske politike i načini i mehanizmi njihovog delovanja u prevazilaženju cikličnih privrednih fluktuacija. U drugom delu disertacije izloženi su stavove o uzrocima, transmissionim mehanizmima, načinima manifestacije i posledicama ciklične makroekonomske nestabilnosti koji su formulisani u savremenim makroekonomskim teorijama i njihove preporuke za vođenje kontraciklične ekonomske politike. U okviru ovog dela izloženi

su pojam i karakteristike poslovnih ciklusa i predstavljen teorijsko – metodološki okvir za definisanje i analizu poslovnih ciklusa.

Teorijske postavke su zatim u nastavku disertacije ilustrovane rezultatima empirijskih istraživanja u vezi sa primenom kontraciklične politike u savremenim tržišnim ekonomijama. U trećem delu disertacije je razmatrano kako su pojedini koncepti kontraciklične ekonomske politike primenjivani u razvijenim i u ekonomijama u razvoju, te ekonomijama sa nastajućim tržištima. Izložene su karakteristike poslovnih ciklusa za različite grupe zemalja i prikazani statistički pokazatelji i stilizovane činjenice koje karakterišu poslovne cikluse u ovim ekonomijama. Posebna pažnja je posvećena ekonomijama u razvoju i ekonomijama sa nastajućim tržištima. Analizi kontraciklične ekonomske politike u ovim ekonomijama u disertaciji se pridaje poseban značaj jer Srbija kao zemlja u tranziciji ima određene zajedničke karakteristike sa ovim zemljama u pogledu nastajuće prirode tržišta i dostignutog nivoa u razvoju institucija, tako da su njihova iskustva u dosadašnjoj primeni kontraciklične ekonomske politike relevantna za Srbiju i mogu poslužiti u kreiranju i implementaciji mera kontraciklične politike u Srbiji. Zato je razmotreno kakve su mogućnosti za primenu pojedinih mera kontraciklične ekonomske politike u ekonomijama u razvoju s obzirom na prirodu i karakteristike nastajućih tržišta ovih ekonomija. Predstavljeno kako je do sada vođena makroekonomska i kontraciklična ekonomska politika u ovim zemljama i diskutovana uspešnost kontraciklične politike u pojedinim zemljama i grupama zemalja. Izvršena je i komparativna analiza u odnosu na razvijene tržišne ekonomije s ciljem da se uporedi u kojoj meri je makroekonomska politika doprinela ublažavanju cikličnih fluktuacija ekonomske aktivnosti ovih zemalja i šta je razlog uspešnosti pojedinih zemalja i grupa zemalja u otklanjanju i ublažavanju makroekonomskih fluktuacija.

U četvrtom delu disertacije predstavljeni su rezultati empirijskog istraživanja čiji je cilj bio da se ispita ciklični karakter ekonomske politike u Srbiji u periodu 2001-2011. godine. Istraživanje se sastojalo iz dva dela. U prvom delu empirijskog istraživanja identifikovane su tačke prekretnice i ciklusi rasta u ekonomskoj aktivnosti Srbije u periodu 2001-2011. i izvršena je ciklična analiza ekonomske aktivnosti. Zatim je izvršeno poređenje sa cikličnim kretanjem ekonomske aktivnosti zemalja Evropske

unije (Zone evra) kako bi se ispitalo odakle potiču ekonomske fluktuacije i da li su ciklusi u Srbiji posledica specifičnih okolnosti i događaja u ekonomskom, društvenom i političkom životu Srbije ili su rezultat transmisije ciklusa iz inostranstva.

Nakon analize agregatnog ciklusa i poređenja sa ciklusima Zone evra, empirijsko istraživanje se fokusiralo na analizu značajnih makroekonomskih varijabli – indikatora monetarne i fiskalne politike i na kretanje ovih veličina koje odražava mere ekonomske politike u Srbiji periodu 2001 – 2010.

Hipoteze od kojih se pošlo u disertaciji odnose se na očekivane rezultate istraživanja o primeni mera kontraciklične ekonomske politike u ekonomijama sa nastajućim tržištima i na implikacije rezultata ovog istraživanja na Srbiju, zatim, odnose se na očekivane rezultate empirijskog istraživanja o povezanosti između poslovnih ciklusa Evropske unije i Srbije, i najzad, odnose se na rezultate istraživanja o tome kakve su mogućnosti Srbije da vodi aktivnu kontracikličnu politiku i koje su mere kontraciklične politike na raspoloženju Srbiji u cilju prevazilaženja cikličnih fluktuacija i ublažavanja efekata transmisije međunarodnih ciklusa. Ove hipoteze su:

1. Iskustva ekonomija sa nastajućim tržištima u pogledu primene mera kontraciklične ekonomske politike mogu se koristiti u procesima formulisanja i implementacije kontraciklične ekonomske politike u Srbiji;
2. Postoji povezanost između poslovnih ciklusa zemalja Evropske unije i Srbije koja se uspostavlja sa ukidanjem međunarodnih ekonomskih sankcija, rastom spoljnotrgovinske razmene i jačanjem finansijskih veza sa ovim zemljama;
3. Postoji potreba za aktivnom kontracikličnom makroekonomskom politikom u Srbiji koja proizilazi iz ove povezanosti i podložnosti Srbije kao male, otvorene ekonomije uticajima iz međunarodnog okruženja;
4. Postoje mogućnosti za primenu mera kontraciklične makroekonomske politike u Srbiji u situaciji kada postoje zahtevi međunarodnih organizacija i institucija koji određuju makroekonomsku politiku.

Kroz ispitivanje ovih hipoteza, analizu teorijskih modela i analizu rezultata inostranih empirijskih istraživanja treba da budu ostvareni sledeći ciljevi disertacije:

- definisanje kontraciklične makroekonomske politke i mera kontraciklične ekonomske politike u ekonomskoj politici;
- komparacija različitih pristupa makroekonomskoj politici u savremenim makroekonomskim teorijama i njihovih preporuka u pogledu kontraciklične ekonomske politike;
- istraživanje mogućnosti primene instrumenata i mera kontraciklične ekonomske politike i efekata ovih mera u zemljama sa različitim dostignutim nivoom u razvoju tržišta i institucija;
- ispitivanje implikacija dobijenih zaključaka na Srbiju;
- istraživanje procesa transmisije ciklusa iz međunarodnog okruženja na Srbiju, posebno u odnosu na Evropsku uniju;
- istraživanje mogućnosti ekonomije Srbije da samostalno vodi svoju ekonomsku, pa i kontracikličnu ekonomsku politiku u savremenim uslovima međunarodnih integracija i sve veće finansijske i spoljnotrgovinske povezanosti;
- analiza ekonomske politike Srbije u periodu 2001-2011. godine u cikličnom kontekstu.

U disertaciji su primenjene sledeće osnovne naučne metode: analiza i sinteza, indukcija i dedukcija i metode generalizacije i specijalizacije – apstrakcija i konkretizacija, generalizacija i klasifikacija. Ove metode su korišćene u teorijskom zaključivanju i komparativnoj analizi preporuka savremenih makroekonomskih teorija ekonomskoj politici. Zatim, ove metode su korišćene u analizi rezultata inostranih empirijskih istraživanja. Najzad, ove metode su korišćene prilikom analize rezultata empirijskog istraživanja cikličnog karaktera ekonomske politike u Srbiji.

Osim navedenih, u istraživanju su primenjene savremene kvantitativne metode: statističke metode, metode ekonometrije i metode analize vremenskih serije. Ove metode i statistički pokazatelji koji su rezultat primene ovih metoda korišćeni su u prezentaciji i analizi rezultata inostranih empirijskih istraživanja i u empirijskom

istraživanju koje je sprovedeno u postupku izrade disertacije. Sezonska komponenta iz serija je eliminisana primenom X11 ARIMA metoda, dok je kao metod za identifikaciju trenda korišćen Hodrick – Prescott – ov (HP) filter. Ciklična komponenta vremenskih serija dobijena je deljenjem (desezoniranih) vrednosti serija trendom i množenjem sa 100. U identifikaciji poslovnih ciklusa u ekonomskoj aktivnosti Srbije od 2001-2011. godine primenjen je pristup ciklusa rasta u kome se poslovni ciklusi posmatraju kao fluktuacije u serijama odstupanja od trenda. Fluktuacije u serijama odstupanja od trenda koje se dobijaju deljenjem vrednosti serije trendom nazivaju se „ciklusi rasta“ („growth cycles“). U postupku identifikacije ciklusa rasta i određivanju datuma vrhova i dna ciklusa primenjena je metodologija OECD – a koja se odnosi na identifikaciju i analizu ciklusa u okviru OECD – ovog Sistema vodećih indikatora („OECD System of Composite Leading Indicators“). Ciklična analiza ekonomske aktivnosti Srbije obuhvatila je utvrđivanje tačaka prekretnica – vrhova i dna ciklusa (takozvane „referentne hronologije“), utvrđivanje dužine trajanja ciklusa i pojedinih faza ciklusa u mesecima, izračunavanje amplitude ciklusa (date kao procentualno odstupanje od trenda) i utvrđivanje standardne devijacije ciklične komponente. Kao referentna serija (serija na kojoj se datiraju poslovni ciklusi i u odnosu na koju se posmatra ciklično kretanje i drugih ekonomskih vremenskih serija) korišćen je bruto domaći proizvod. Za potrebe mesečnog datiranja poslovnih ciklusa, raspoloživi kvartalni podaci u empirijskom istraživanju dezagregirani na mesečne primenom Boot, Feibes i Lisman – ovog metoda vremenske dezagregacije vremenskih serija.

U istraživanju cikličnog karaktera ekonomske politike korišćeni su podaci vremenskih serija Republičkog zavoda za statistiku, Ministarstva finansija i Narodne banke Srbije. Korišćene su sledeće varijable: novčana masa M2, indeks cena na malo i realan efektivni devizni kurs na strani monetarne i serije javnih prihoda i javnih rashoda – primanja i izdavanja budžeta Republike Srbije, na strani fiskalne politike. U oceni cikličnog karaktera varijabli i ekonomske politike koju varijabla reprezentuje korišćen je grafički prikaz ciklične komponente varijabli i bruto domaćeg proizvoda i posmatrana je kros-korelacija između ciklične komponente varijabli i bruto domaćeg proizvoda na različitim pomacima.

U disertaciji su analizirani rezultati empirijskog istraživanja i izloženi zaključci do kojih se došlo kroz izradu doktorske disertacije. Razmotrena su i sledeća pitanja:

1. Kakve su mogućnosti za vođenje kontraciklične ekonomske politike u Srbiji ako se ima u vidu zavisnost od međunarodnih ciklusa, pre svega od ciklusa Evropske unije i može li se merama aktivne kontraciklične politike ova zavisnost ublažiti?
2. U kom smislu bi se kontraciklična politika trebala voditi (otklanjanje uzroka, ublažavanje efekata, pospešivanje oporavka nakon krize) i da li bi fokus trebalo da bude na merama monetarne ili fiskalne politike?
3. Kakve su mogućnosti za primenu kontraciklične ekonomske politike u situaciji u kojoj postoje zahtevi međunarodnih organizacija i institucija koji određuju ekonomsku politiku?
4. Konačno, u kojim bi se savremenim makroekonomskim teorijama mogle tražiti preporuke za vođenje kontraciklične ekonomske politike u Srbiji i koje bi koncepcije kontraciklične ekonomske politike trebalo primeniti?

U Prilogu disertacije dati su grafikoni na kojima je prikazana ciklična komponenta vremenskih serija koje su korišćene u empirijskom istraživanju.

I. Teorijsko - metodološke osnove kontraciklične ekonomske politike

1. Pojam, ciljevi i uloga kontraciklične ekonomske politike

Kontraciklična ekonomska politika predstavlja skup različitih mera makroekonomske politike – monetarne, fiskalne, politike deviznog kursa, strukturne politike, usmerenih na prevazilaženje cikličnih fluktuacija ekonomske aktivnosti. Prevazilaženje cikličnih fluktuacija ekonomske aktivnosti može se postići različitim instrumentima i merama ekonomske politike, njihovom pojedinačnom primenom ili istovremenom kombinacijom više različitih mera. Ove mere mogu biti usmerene na otklanjanje uzroka cikličnih fluktuacija, na ublažavanje cikličnih fluktuacija, i na prevazilaženje posledica cikličnih fluktuacija, odnosno podsticanje oporavka nakon recesije, u zavisnosti od toga u kojoj fazi ciklusa se primenjuju i kakve su mogućnosti za njihovo kombinovanje.

Kontraciklična ekonomska politika obuhvata instrumente kao što su ugrađeni fiskalni automatski stabilizatori i druge mere i instrumente usmerene za održanje stabilnosti monetarnog i finansijskog sistema koje su sistemski i zakonski ugrađene u monetarni i fiskalni sistem. Ali, kontraciklična ekonomska politika podrazumeva i mere aktivne, diskrecione ekonomske politike koje se primenjuju prema potrebi u pojedinim fazama poslovnih ciklusa. Automatski stabilizatori i druge mere ekonomske politike i instrumenti koji su zasnovani na fiskalnim i monetarnim pravilima predstavljaju „automatsku“ komponentu ekonomske politike – komponentu koja automatski reaguje na promene u ekonomskoj aktivnosti odnosno na poslovne cikluse. Diskrecione mere monetarne i fiskalne politike predstavljaju „aktivnu“ komponentu ekonomske politike.

Kontraciklična ekonomska politika koncipira se u zavisnosti od toga šta su uzroci cikličnih fluktuacija, kako se ciklične fluktuacije manifestuju u ekonomskoj aktivnosti i kakve su posledice cikličnih fluktuacija. Savremeni pristup u kreiranju mera

kontraciklične ekonomske politike podrazumeva empirijsko utvrđivanje uzroka i načina manifestacije cikličnih fluktuacija i na osnovu toga formulisanje mera ekonomske politike. Empirijskim istraživanjima utvrđuju se uzroci cikličnih fluktuacija, ispituju se statističke karakteristika ciklusa, na osnovu cikličnog kretanja makroekonomskih varijabli utvrđuju se činjenice o ciklusima, vrši se izbor odgovarajućeg teorijskog modela i u skladu sa njim daju se preporuke za vođenje makroekonomske politike, i najzad, vrše se dodatna ispitivanja u pogledu efekata globalnih i regionalnih ciklusa i transmisije ovih ciklusa na nacionalnu ekonomiju. U zavisnosti od rezultata ovih istraživanja, koncipira se kontraciklična makroekonomska politika, koja se fokusira na stranu agregatne tražnje ili na stranu agregatne ponude, kao i na ublažavanje efekata transmisije međunarodnih ciklusa na nacionalnu ekonomiju. Osim na rezultatima empirijskih istraživanja i teorijskim postavkama, savremeni pristup u kreiranju mera kontraciklične ekonomske politike zasnovan je na višedecenijskim iskustvima razvijenih tržišnih ekonomija u borbi protiv recesije koja su opisana u velikom broju teorijskih radova i empirijskih istraživanja u bogatoj literaturi posvećenoj poslovnim ciklusima.

Teorijski okvir za izbor instrumenata i formulisanje mera kontraciklične ekonomske politike predstavljaju savremeni makroekonomski modeli, kao i stavovi o uzrocima, transmissionim mehanizmima, načinima manifestacije i posledicama ciklične makroekonomske nestabilnosti koji su formulisani u teorijama poslovnih ciklusa i njihove preporuke ekonomskoj politici. Makroekonomski modeli koriste se za analizu efekata koje pojedini instrumenti i mere kontraciklične ekonomske politike imaju na proizvodnju, zaposlenost, cene, kamatnu stopu ili devizni kurs, za evaluaciju efikasnosti politike i za definisanje normativnih preporuka za izbor politike. Teorije poslovnih ciklusa, definisane u okviru savremenih makroekonomskih teorija, predstavljaju teorijsku osnovu na kojoj se formuliše kontraciklična ekonomska politika. U osnovi politike je ekonomska teorija: „*Makroekonomska teorija, koja se sastoji od seta stavova o načinu na koji ekonomija funkcioniše, uređenih unutar jedne logičke celine (teorije), predstavlja osnovu na kojoj se ekonomska politika dizajnira i primenjuje*“ (Snowdon, Vane, 2005: 4).

Teorijske osnove kontraciklične ekonomske politike, takođe, obuhvataju instrumente i mere kontraciklične ekonomske politike i načine i mehanizme njihovog delovanja koji su definisani u okviru teorije ekonomske politike. Metodološke osnove kontraciklične politike obuhvataju primenu metoda statistike i ekonometrije, u cilju dijagnoze stanja u privredi, analize cikličnog kretanja makroekonomskih vremenskih serija, izbora mera ekonomske politike i predviđanja i evaluacije efekata ekonomske politike.

1.1. Privredni rast i makroekonomska stabilnost kao ciljevi ekonomske politike

U procesu formulisanja ekonomske politike stabilizacija privrednih tokova kao cilj kombinuje se sa drugim ciljevima makroekonomske politike kao što su privredni rast, puna zaposlenost, rast životnog standarda. Nekada su ovi ciljevi posmatrani kao suprotstavljeni (kratkoročni vs. dugoročni). Danas se ovi ciljevi posmatraju kao kompatibilni: uspešna stabilizaciona politika ne samo da doprinosi postizanju makroekonomske stabilnosti već predstavlja značajan preduslov za stabilan dugoročni rast. Da je stabilnost važan preduslov za rast, pokazuju rezultati brojnih empirijskih istraživanja. Tako na primer, dobro dizajnirana stabilizaciona politika imala je odlučujuću ulogu ne samo u postizanju stabilnosti cena i autputa i ublažavanju cikličnih fluktuacija, već je doprinela i poboljšanju performansi dugoročnog rasta značajnog broja zemalja Organizacije za ekonomsku saradnju i razvoj (Organization for Economic Co-operation and Development – OECD). (Cotis, Coppel, 2005.)

Odnos između stabilnosti i privrednog rasta ispitivan je i za zemlje u razvoju. Rezultati empirijskih istraživanja su pokazali da makroekonomska nestabilnost ima posledice na ekonomski rast i u ovim zemljama, sa dodatnim negativnim efektima po siromaštvo. Karakteristično za zemlje u razvoju je da postoji nestabilnost stopa rasta kao posledica makroekonomske nestabilnosti. Zbog toga postoji opredeljenje mnogih ekonomija u razvoju i ekonomija sa nastajućim tržištima da se vodi takva ekonomska politika koja obezbeđuje makroekonomsku stabilnost kao osnovu za stabilan, neinflatorni rast. Odnos između nestabilnosti i privrednog rasta u ovim zemljama zavisi od više faktora, pre

svega od uzroka šokova i stava kreatora ekonomske politike prema riziku i neizvesnosti. Uzroci zbog kojih se kratkoročna nestabilnost prenosi na dugoročni rast su brojni i mogu se povezati sa poznatim karakteristikama zemalja u razvoju: ograničena fleksibilnost tržišta, nerazvijenost institucija, velika otvorenost prema inostranstvu i podložnost šokovima, nedostatak kapitala i nemogućnost da se ciklične fluktuacije ublaže kroz dejstvo automatskih stabilizatora (Agénor, Montiel, 2008: 23, 636-637). Nestabilnost u ovim ekonomijama počinje kao nesolventnost, visoka inflacija, povećana osetljivost finansijskog sistema i odstupanje deviznog kursa od ravnotežnog i zatim se prenosi dalje kroz ekonomski sistem (Montiel, 2003: 10-11).

Kontraciklična ekonomska politika, čijom primenom država vodi takvu ekonomsku politiku koja je stabilizaciono orjentisana i gde se pri donošenju odluka o merama ekonomske politike uzimaju u obzir informacije o poslovnim ciklusima, pri čemu država aktivno interveniše u uslovima recesije, danas je preovlađujuća koncepcija ekonomske politike u razvijenim tržišnim ekonomijama. Učešće države u ekonomskom životu u cilju stabilizacije cikličnih fluktuacija ekonomske aktivnosti je šta više poželjno, i po tom pitanju je u razvijenim tržišnim ekonomijama uspostavljen konsenzus. Velike međunarodne institucije i organizacije, kao što su OECD, Međunarodni monetarni fond (International Monetary Fund – IMF) i Evropska unija (European Union – EU) danas su vodeći zagovornici ovog „konsenzusa“: *„Zajednički stav u većini analiza o (ekonomskoj) politici je da makroekonomska politika treba da stabilizuje dohodak i inflaciju, pošto nedostaci i frikcije tržišta onemogućavaju domaćinstva i firme da sami izađu na kraj sa ekonomskim fluktuacijama. I dok nema sumnje da postoje jaki argumenti u korist stabilizacije, samu meru nivoa stabilizacije je teže odrediti i ona zavisi od većeg broja faktora: karakteristika ekonomije, prirode i veličine šokova koji pogađaju ekonomiju, različitih preferencija (kreatora ekonomske politike) u pogledu varijabiliteta outputa i inflacije, neizvesnosti u pogledu prirode šokova.“* (OECD, 2010: 48).

Velike međunarodne institucije i organizacije su vrlo često kreatori i koordinatori kontraciklične ekonomske politike. Za njih je stabilnost cilj od posebnog značaja, jer obezbeđuje okvir za njihovo uspešno delovanje. Stabilnost je jedan od glavnih ciljeva

Evropske ekonomske i monetarne unije (Economic and Monetary Union – EMU):
„Ekonomska stabilnost je poželjna, jer ohrabruje ekonomski rast koji donosi prosperitet i zaposlenost. ... Ekonomska stabilnost čini područje evra otpornijim na takozvane eksterne ekonomske „šokove“, odnosno iznenadne ekonomske promene koje se mogu pojaviti izvan područja evra i izazvati poremećaji u nacionalnim ekonomijama, kao što su rast cena nafte na svetskom tržištu, ili turbulencije na globalnom deviznom tržištu. ... Ekonomska stabilnost je korisna za društvo i posebno za socijalnu koheziju i za manje bogate. ... U okviru Evropske ekonomske i monetarne unije, zemlje članice blisko koordiniraju svoje ekonomske politike sa zajedničkim ciljem postizanja ekonomske stabilnosti. U isto vreme, Evropska centralna banka (European Central Bank – ECB) vodi nezavisnu monetarnu politiku sa ciljem održanja niske inflacije na području evra (ispod i blizu 2%) Ekonomska stabilnost i niska inflacija stvaraju neophodne uslove za održivi dugoročni rast, koji koristi zemljama članicama i njihovim građanima.“¹

Još jedna velika međunarodna institucija koja u prvi plan ističe ekonomsku stabilnost je Međunarodni monetarni fond. U skladu sa karakterom i svrhom institucije, Međunarodni monetarni fond insistira na finansijskoj stabilnosti, dok na regionalnom nivou i na nivou zemalja nadgleda i podržava stabilizacione programe u brojnim zemljama. Veliki deo teorijskih i empirijskih istraživanja Međunarodnog monetarnog fonda je posvećen upravo privrednom rastu i poslovnim ciklusima, njihovom međusobnom odnosu i uticaju ekonomske politike na ove procese.

1.2. Uloga kontraciklične ekonomske politike

Savremene makroekonomske teorije imale su različite stavove po pitanju potrebe za aktivnom ulogom države u cilju stabilizacije privrednih tokova: *„Ortodokсни kejnzijanski stav je bio da državna intervencija, u formi aktivne monetarne i fiskalne politike, treba da koriguje agregatnu nestabilnost... Tokom 1970-tih, kejnzijanski pristup je došao pod udar dva „kontrarevolucionarna“ pristupa, monetarizma i nove klasične makroekonomije. Oba ova pristupa su se zasnivala na uverenju da nema potrebe za*

¹ Izvor: European Commission,
http://ec.europa.eu/economy_finance/euro/why/stability_growth/index_en.htm (25.09.2011)

aktivističkom stabilizacionom politikom. ... Prema ortodoksnim monetaristima, osim u ekstremnim okolnostima, nema potrebe za aktivističkom stabilizacionom politikom pošto je kapitalistička ekonomija inherentno stabilna, unless disturbed by erratic monetary growth.. ... Neoklasični ekonomisti su takođe verovali da je ekonomija inherentno stabilna osim ako nije disturbed by erratic monetary growth, pa iako je izložena ovim poremećajima, da će se brzo vratiti na svoj prirodni nivo outputa i zaposlenosti. ... Prema Teoriji realnih poslovnih ciklusa, fluktuacije u outputu su fluktuacije u prirodnoj stopi outputa, a ne odstupanja outputa od determinističkog trenda. Vlada ne bi trebala da utiče na smanjivanje tih fluktuacija kroz stabilizacionu politiku, ne samo zbog toga što je malo verovatno da bi uspela da ostvari taj cilj, već i zbog toga što bi na taj način uticala na smanjenje opšteg blagostanja. ... Prema zagovornicima Nove Kejnzijske ekonomije, postoji potreba za stabilizacionom politikom, pošto su kapitalističke ekonomije podložne šokovima i na strani tražnje i na strani ponude koji prouzrokuju neefikasne fluktuacije u outputu i nezaposlenosti. ... „Nova politička makroekonomija“ zasnovana je na međusobnom uticaju makroekonomije, teorije socijalnog izbora i teorije igara. Od posebnog interesa za makroekonomiju je uticaj koji politički faktori imaju na pitanja kao što su poslovni ciklusi, inflacija, nezaposlenost, rast, budžetski deficit i vođenje i implementacija stabilizacione politike.“ (Snowdon, Vane, 2005: 23-30)

I dok su se različite škole makroekonomske misli sporile o ulozi i efikasnosti makroekonomske politike, aktivizam države u vidu aktivne kontraciklične ekonomske politike bio je prisutan u svim dosadašnjim recesijama. Utvrđeno je da su diskreciona i fiskalna i monetarna politika uvek bile ekspanzivne tokom recesija, te da su značajno doprinele skraćivanju trajanja recesija. (IMF, 2009b) Pored toga, rezultati istraživanja ukazuju da su fiskalna i monetarna ekspanzija koje su preduzimate tokom recesija doprinele bržem oporavku nakon recesije. U uslovima finansijskih kriza, koje duže traju i imaju ozbiljnije posledice u odnosu na ostale tipove recesija, korisnu ulogu odigrala je sinhronizovana makroekonomska politika, naročito koordinirani fiskalni stimulusi od strane više zemalja istovremeno.

Razmatranja o ulozi kontraciklične ekonomske politike u literaturi se ne odnose samo na analizu rezultata empirijskih istraživanja o primeni kontraciklične politike, već diskusiju o kontracikličnoj ekonomskoj politici povremeno vraćaju u teorijske okvire, podsećajući se razvoja ekonomske teorije u ovoj oblasti, pozivajući se na stavove pojedinih škola makroekonomske misli o neophodnosti, izvodljivosti i poželjnosti kontraciklične ekonomske politike, i iznova razmatrajući pojedina suštinska teorijska pitanja u vezi sa kontracikličnom ekonomskom politikom kao što su: da li ekonomska politika treba da bude vođena na osnovu pravila ili na osnovu diskrecije? Kakvi su efekti monetarne politike na kratak i na dugi rok? Da li monetarna politika može da stabilizuje ciklične fluktuacije a da ne ugrozi stabilnost cena? Kakva je efikasnost fiskalne politike i kakav je efekat fiskalne ekspanzije na privatnu potrošnju i investicije? Iako rezultati empirijskih istraživanja nesumnjivo govore u prilog kontraciklične ekonomske politike, u razvijenim tržišnim ekonomijama postoji velika bojazan u vezi sa posledicama kontraciklične diskrecione politike, naročito velikih fiskalnih stimulusa i otuda stalno podsećanje na teorijska pitanja o neophodnosti, izvodljivosti i poželjnosti kontraciklične politike.

Kakva je istorijski bila uloga kontraciklične ekonomske politike u prevazilaženju cikličnih fluktuacija, kakav je bio njen uticaj, koji su instrumenti makroekonomske politike korišćeni u borbi protiv recesija i kakvi su bili efekti pojedinih mera monetarne i fiskalne politike na ciklične fluktuacije, u literaturi je razmatrano ne samo za razvijene tržišne ekonomije (*advanced economies*) već i za ekonomije u razvoju (*developing economies*) i ekonomije sa nastajućim tržištima (*emerging economies*).² Nastajuća priroda tržišta ovih ekonomija ne samo da u velikoj meri doprinosi pojavi makroekonomske nestabilnosti i čini ih podložnim cikličnim kretanjima, već takođe ograničava mogućnosti za implementaciju i delovanje mera ekonomske politike. Razlozi za to su upravo karakteristike nastajućih tržišta ovih ekonomija: nedovoljna razvijenost institucija, ograničena fleksibilnost tržišta kapitala i rada, ograničen pristup

² Prema klasifikaciji zemalja Međunarodnog monetarnog fonda, sve zemlje su podeljene u dve velike grupe: „razvijene ekonomije” (*advanced economies*) i „ekonomije sa nastajućim tržištima i ekonomije u razvoju” (*emerging and developing economies*). U prvu grupu spadaju 34 razvijene tržišne ekonomije, dok druga obuhvata raznoliku grupu od 150 zemalja. Zemlje su dalje klasifikovane prema geografskim i analitičkim kriterijumima. Izvor: International Monetary Fund, april 2011, World Economic Outlook, Statistical Appendix, str. 169 – 175, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2011/01/pdf/statapp.pdf>.

inostranim izvorima kreditiranja, distorzije u funkcionisanju tržišta roba i faktora proizvodnje (Lane, 2003a). Značajna karakteristika koja utiče na kreiranje, implementaciju i efikasnost ekonomske politike u ovim zemljama je i njihovo nastojanje, a ponekad i neophodna potreba da se uključe u međunarodne institucije i ekonomske integracije ne bi li tako pospešile sopstveni rast i razvoj. Iako se u literaturi još uvek nisu u potpunosti iskristalisala sva značajna pitanja u vezi sa kontracikličnom politikom u ovim zemljama, neka od njih se već izvesno vreme analiziraju:

- kako izgleda kontraciklična politika za ekonomije sa nastajućim tržištima imajući u vidu s jedne strane karakteristike ovih ekonomija i uzroke cikličnih fluktuacija a sa druge strane procese međunarodnih integracija u koje su ove zemlje uključene;
- koje mere makroekonomske politike u borbi protiv ciklične nestabilnosti je moguće primeniti u ovim ekonomijama s obzirom na nastajuću prirodu tržišta ovih ekonomija i kakvi su efekti pojedinih mera ekonomske politike u ovim ekonomijama;
- kakve su posledice međunarodnih integracija na formulisanje kontraciklične ekonomske politike i uopšte, ekonomske politike u ovim ekonomijama i da li je je uticaj ovih procesa ograničavajući ili podsticajan.

Ova pitanja razmatraju se u empirijskim istraživanjima koja se rade po ugledu na razvijene tržišne ekonomije, sa posebnim naglaskom na mogućnosti primene i efikasnost pojedinih mera kontraciklične ekonomske politike s obzirom na karakteristike ovih ekonomija i dostignut nivo u razvoju tržišta i tržišnih institucija.

1.3. Analiza kontraciklične ekonomske politike. Metode analize.

Teorijska analiza kontraciklične ekonomske politike obuhvata instrumente i mere kontraciklične ekonomske politike i načine i mehanizme njihovog delovanja u prevazilaženju cikličnih privrednih fluktuacija. Ova analiza zasniva se sa jedne strane na

makroekonomskim modelima, a sa druge strane, na makroekonomskim teorijama poslovnih ciklusa i njihovim preporukama ekonomskoj politici. U teorijskoj analizi kontraciklične ekonomske politike primenjuju se opšte i posebne naučne metode: analiza i sinteza, indukcija i dedukcija, i metode generalizacije i specijalizacije: apstrakcija i konkretizacija, generalizacija i klasifikacija. Ove metode koriste se u teorijskom zaključivanju o instrumentima i merama kontraciklične ekonomske politike i u komparativnoj analizi normativnih preporuka savremenih makroekonomskih teorija ekonomskoj politici. U teorijskoj analizi koriste se i kvantitativne metode – matematičke i statističke, ukoliko se makroekonomski modeli koji se koriste u analizi prikazuju u matematičkoj formi.

Empirijska – primenjena analiza je usmerena na primenu kontraciklične politike u praksi, vrednovanje politike i normativne preporuke o primeni pojedinih mera i instrumenata ekonomske politike. Metode koje se koriste u empirijskoj analizi su savremene kvantitativne metode: statističke metode, metode ekonometrije i metode analize vremenskih serije.

Savremeni pristup u analizi kontraciklične ekonomske politike je kompleksan i objedinjuje aspekte i teorijske i empirijske analize. Polazi se od karakteristika poslovnih ciklusa i uzroka ciklične nestabilnosti. Analiza poslovnih ciklusa se sastoji u analizi i poređenju karakteristika poslovnih ciklusa u dužim vremenskim periodima za pojedine zemlje i grupe zemalja, uočavanju pravilnosti i klasifikaciji recesija po uzrocima na finansijske krize, krize šokova monetarne i fiskalne politike, krize šokove na strani inostrane tražnje i krize naftnih šokova (kao u IMF, 2009b: 112-119). Zatim se na osnovama makroekonomske teorije koncipira mogući odgovor makroekonomske politike tako da bude u skladu sa uzrocima, transmisionim mehanizmima i posledicama poremećaja. U zavisnosti od toga šta su uzroci ciklične nestabilnosti i kakve su karakteristike poslovnih ciklusa, analiziraju se instrumenti kontraciklične makroekonomske politike koji su na raspolaganju kreatorima ekonomske politike, načini i mehanizmi njihovog delovanja u prevazilaženju cikličnih privrednih fluktuacija i efekti pojedinih instrumenata i mera kontraciklične ekonomske politike, imajući pri

tom u vidu normativne preporuke savremenih makroekonomskih teorija u pogledu načina za vođenje kontraciklične politike.

Empirijski aspekti analize kontraciklične ekonomske politike se odnose na kvantitativnu analizu potencijalnih efekata primene pojedinih instrumenata i mera kontraciklične ekonomske politike na osnovu statističkih i ekonometrijskih modela, zatim *ex post* analizu rezultata primene kontraciklične politike u praksi (deskriptivna, pozitivna analiza) i na kraju, na vrednovanje politike (normativna analiza). Svrha i krajnji cilj ovih analiza su normativne preporuke u vezi sa primenom kontraciklične politike. Na koji način se to radi u razvijenim tržišnim ekonomijama? „*Da bi se vrednovala kontraciklična politika, mora se imati model koji opisuje kako instrumenti monetarne i fiskalne ekonomije utiču na ekonomiju. Uobičajen pristup koji se koristi u normativnoj analizi politike je da se izgradi dinamički stohastički model i onda simuliraju alternativne politike u modelu. ... Većina modela inkorporira karakteristike različitih škola makroekonomske misli, kao što su racionalna očekivanja, neoklasična ekonomija, Nova kejnzijanska makroekonomija i škola realnih poslovnih ciklusa. Ono što je zajedničko ovim modelima je svrha – orijentacija na politiku i napredne kvantitativne metode, zbog čega bi se ovaj pristup najprigodnije mogao nazvati „nova normativna makroekonomija“.* ...“ (Taylor, 2000: 22). Ove normativne preporuke koriste se dalje kao imputi u procesima formulisanja kontraciklične ekonomske politike.

Pored rezultata empirijskih istraživanja, normativne preporuke o merama i instrumentima kontraciklične ekonomske politike uzimaju u obzir i veliki broj drugih faktora, kao što su karakteristike poslovnih ciklusa i karakteristike konkretne ekonomije (veličina, strukturne karakteristike, transmisioni mehanizmi), a posebna pažnja posvećuje se malim otvorenim ekonomijama, gde svaka mera ekonomske politike ima direktne implikacije na devizni kurs i platni bilans.

Normativne preporuke za vođenje kontraciklične ekonomske politike u literaturi su izložene u makroekonomskih udžbenicima, u pojedinačnim naučnim radovima i u istraživanjima koja predstavljaju siže većeg broja empirijskih istraživanja za zemlje i grupe zemalja čiji je cilj da se rezimiraju iskustva u primeni instrumenata i mera

kontraciklične ekonomske politike i da se na osnovu ovih iskustava daju preporuke za vođenje kontraciklične ekonomske politike. Posebno značajan izvor iskustava i preporuka su komparativne analize i kompleksne studije za veći broj zemalja koje sprovode velike međunarodne organizacije i institucije (kao u: OECD, 2010 i IMF, 2009b).

1.4. Makroekonomski modeli u analizi kontraciklične ekonomske politike

Makroekonomski model koji je tradicionalno najviše korišćen u analizi ekonomske politike je IS-LM model. Model integriše realne i monetarne faktore od uticaja na agregatnu tražnju a samim tim i nivo outputa i zaposlenosti i pogodan je za analizu efekata šokova na opštu privrednu ravnotežu i na makroekonomske varijable kao što su output, zaposlenost, nivo cena, realna kamatna stopa, realne nadnice, investicije. „*U IS-LM modelu se povezuju dva sektora: dobara i novca. Sektor novca uravnotežuje kamatna stopa, koja je determinanta investicija u okviru sektora dobara. Realni dohodak koji je određen na tržištu dobara, determiniše tražnju za novcem. Zbog toga, kamatna stopa prenosi promene sa tržišta novca na tržište dobara, odnosno, dohodak je varijabla koja prenosi promene sa tržišta dobara na tržište novca.*“ (Jakšić, Prašević, 2011: 354) U analizi ekonomske politike, IS-LM model se koristi za analizu efekata ekonomske politike na makroekonomske varijable (output, cene, investicije...). Ne ulazeći u istorijat i karakteristike modela, detalje izvođenja i nagib krivih, ono što je sa gledišta ekonomske politike značajno, i što se naglašava u literaturi, je to što ovaj model pokazuje da „...*ako je nivo dohotka ispod nivoa pune zaposlenosti, onda fiskalna i monetarna politika imaju potencijalno značajnu ulogu u stabilizovanju ekonomije.*“ (Snowdon, Vane, 2005: 106).

IS-LM model je prvobitno formulisan i korišćen za analizu zatvorene ekonomije da bi proširenje na otvorenu ekonomiju razvili Robert Mundell i Marcus Fleming početkom 1960-tih. Model je poznat kao IS-LM model za otvorenu ekonomiju ili Mandel – Fleming - ov (Mundell-Fleming) model. Model prikazuje korišćenje fiskalne i

monetarne politike u otvorenoj privredi i pokazuje da u otvorenoj privredi efekti monetarne i fiskalne politike zavise od stepena mobilnosti kapitala i režima deviznog kursa.

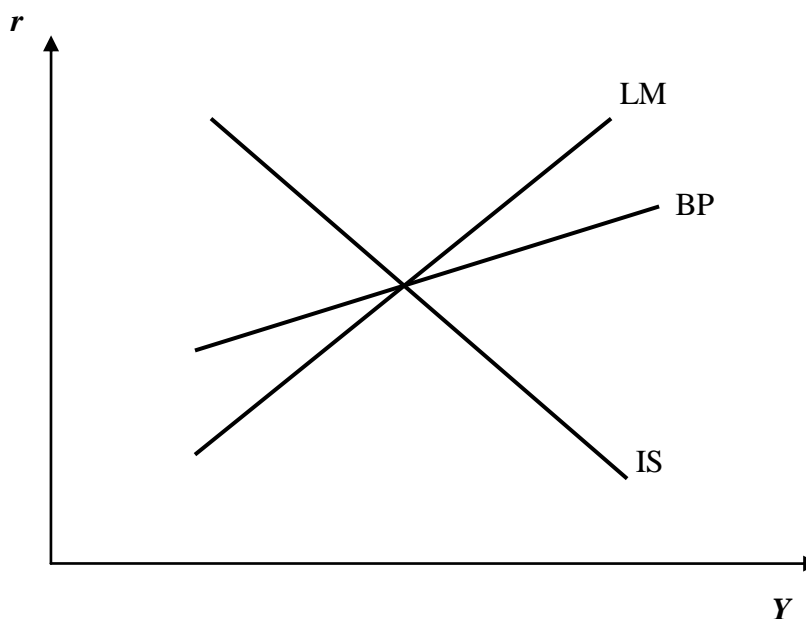
Ovde će biti prikazan još jedan makroekonomski model koji se koristi u analizi ekonomske politike u otvorenoj privredi – QE-FE model. Model je novijeg datuma (može se naći u: Krugman, Obstfeld, 2009: 428-447) i prikazuje odnos između proizvodnje i deviznog kursa. Model se koristi za analizu kratkoročne ravnoteže u otvorenoj privredi na osnovu krivih ravnoteže na tržištu proizvoda (u modelu se označava sa QE) i ravnoteže na tržištu finansijske aktive – deviznom tržištu i tržištu novca (označava se sa FE). Pored toga, model se koristi za analizu efekata ekonomske politike na devizni kurs i platni bilans. U analizi ovih efekata, QE-FE model uvodi očekivanja o budućim pravcima ekonomske politike i pravi razliku između privremenih i trajnih promena u ekonomskoj politici. Model ukazuje na činjenicu da je u otvorenoj privredi uvek potrebno voditi računa o tome kakvi su efekti ekonomske politike na devizni kurs i platni bilans.

1.4.1. IS – LM model za otvorenu ekonomiju

IS-LM model za otvorenu ekonomiju pored krivih IS i LM sadrži i krivu BP. Kriva BP predstavlja sve kombinacije domaće kamatne stope i dohotka pri kojima je platni bilans u ravnoteži (platni bilans je u ravnoteži kada je zbir tekućeg i kapitalnog računa platnog bilansa nula). Kriva BP ima pozitivan nagib, jer povećanje nivoa domaćeg dohotka koje pogoršava tekući račun platnog bilansa (zbog rasta uvoza) mora da bude praćeno povećanjem domaće kamatne stope kako bi se povećao priliv inostranog kapitala i poboljšao kapitalni račun. Tačke iznad krive BP označavaju zonu suficita platnog bilansa, dok tačke ispod krive BP predstavljaju stanje neravnoteže u kome postoji deficit platnog bilansa. Nagib krive BP zavisi od marginalne sklonosti uvozu i stepena mobilnosti inostranog kapitala. Ukoliko zemlja ima veliku graničnu sklonost uvozu, kriva BP biće strmija (mali porast dohotka dovodi do velikog pogoršanja tekućeg računa tako da je za obnavljanje narušene ravnoteže potreban veći priliv kapitala i viša kamatna

stopa). Ukoliko je veći stepen mobilnosti kapitala, kriva BP biće ravnija (potreban je manji porast kamatne stope da bi se obnovila narušena ravnoteža). U ekstremnom slučaju savršene mobilnosti kapitala, kada je kriva BP horizontalna, i najmanja promena kamatne stope dovodi do neograničenog priliva kapitala.

Grafik I-1 Mundell – Fleming – ov model



Efekti monetarne i fiskalne politike u IS-LM modelu za otvorenu privredu analiziraju se u režimu fiksnog i u režimu fleksibilnog deviznog kursa, u odnosu na različite pretpostavke o stepenu mobilnosti kapitala (visoka, niska, savršena mobilnost kapitala). Ovde će biti predstavljeni efekti monetarne i fiskalne politike u režimu fleksibilnog deviznog kursa.³

Efekti fiskalne i monetarne politike u otvorenoj privredi u režimu fleksibilnog deviznog kursa zavisiće od relativnog nagiba krivih BP i LM, što je prikazano na Grafiku I-1 na panelima (a) i (b) koji ilustruju slučaj nesavršene mobilnosti kapitala. Na panelu (a) BP kriva je strmija od LM krive. Ekonomija je inicijalno u ravnoteži u tački A, gde se seku krive IS_0 , LM_0 , i BP_0 . Ekspanzivna fiskalna politika pomera krivu IS_0 na IS_1 i ima za posledicu rast uvoza i deficit platnog bilansa, a krive IS_1 i LM_0 seku se u tački B, ispod BP_0 . U režimu fleksibilnog deviznog kursa, devizni kurs se prilagođava da bi se

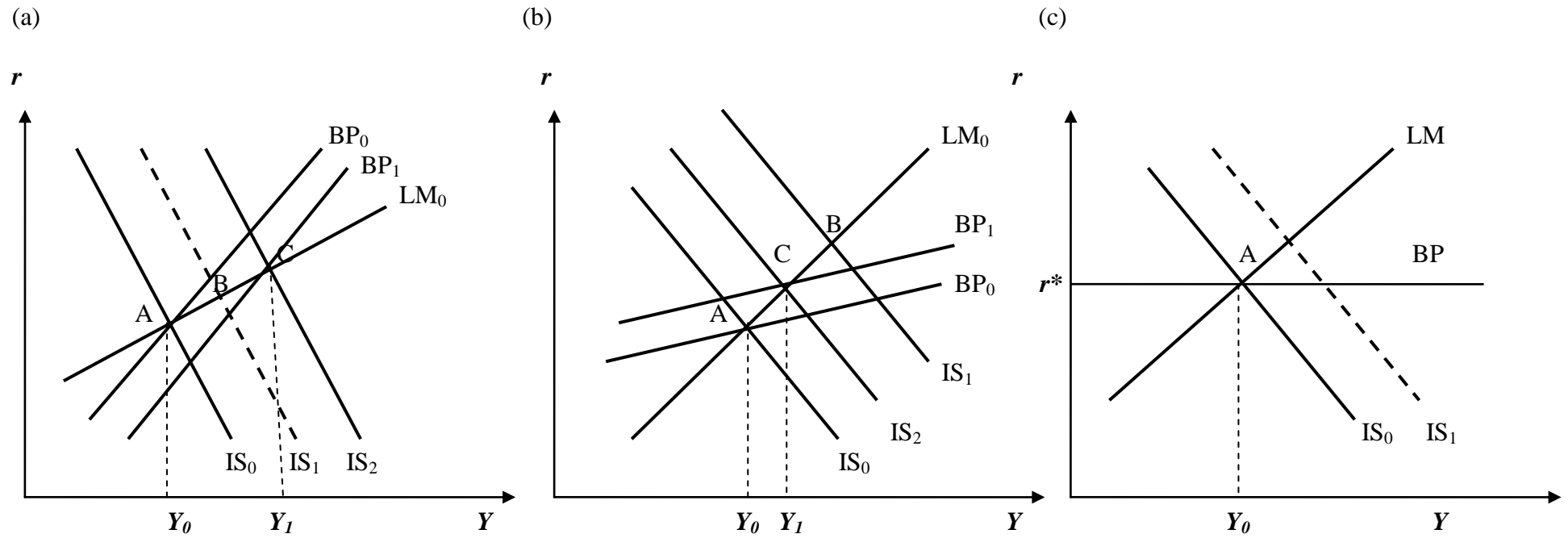
³ Dato prema: Snowdon, Vane, 2005: 123-134.

korigovala neravnoteža platnog bilansa: višak ponude domaće valute (kao posledica povećane tražnje za inostranom valutom potrebne da bi se finansirao uvoz) dovodi do depresijacije domaće valute, pomerajući krive IS_1 i BP_0 na desno na IS_2 i BP_1 a duž krive LM_0 , dok se ne dostigne nova ravnoteža u tački C. U ovoj tački nivo dohotka je Y_1 . Fiskalna ekspanzija dovela je do rasta dohotka i zaposlenosti a depresijacija valute je dodatno pojačala efekte fiskalne ekspanzije na dohodak i zaposlenost.

Na panelu (b) LM kriva je strmija od BP krive (visoka mobilnost kapitala, kamatna elastičnost tražnje za novcem je manja od elastičnosti tokova kapitala). Ekonomija je inicijalno u tački A. Fiskalna ekspanzija pomera krivu IS_0 na desno i naviše na IS_1 gde se krive IS_1 i LM_0 seku u tački B, iznad BP_0 . Nasuprot situaciji u kojoj je BP kriva strmija od LM krive, sada devizni kurs apresira, što prouzrokuje pomeranje krivih IS_1 i BP_0 na levo. Ravnoteža se uspostavlja duž krive LM_0 , levo od tačke B, u tački C. Dakle, postoji pozitivan efekat fiskalne ekspanzije na dohodak i zaposlenost, ali je on slabiji nego u prethodnom slučaju. Rast dohotka i zaposlenosti je manji nego u prethodnom slučaju, prikazanom na panelu (a) jer apresijacija valute poništava efekat fiskalne ekspanzije na agregatnu tražnju. Zbog jačanja domaće valute, inostrana tražnja za domaćim proizvodima opada, dok u isto vreme tražnja za inostranim proizvodima i uvoz rastu pa postoji i efekat „istiskivanja“ privatne potrošnje, ili kako se još kaže, „curenja“ (leakage) kroz izvoz (OECD, 2010: 20), pri kom je deo rasta u agregatnoj tražnji koji je rezultat fiskalne ekspanzije „izgubljen“ kroz rast uvoza.

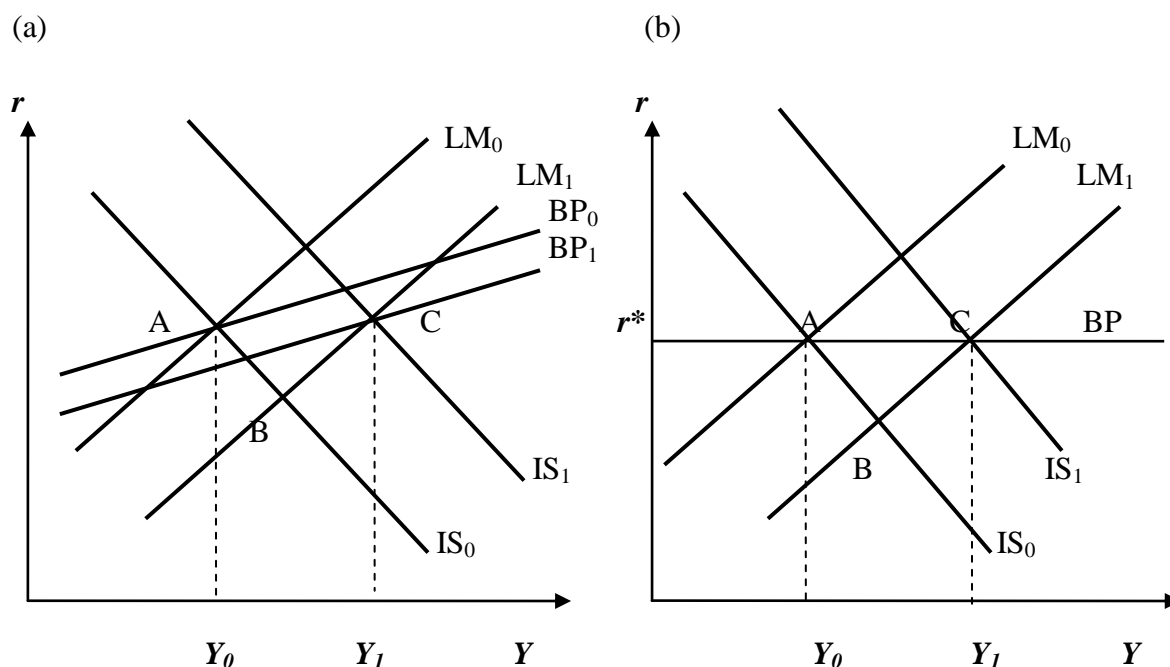
Na panelu (c) prikazan je teorijski slučaj perfektne mobilnosti kapitala: BP kriva je horizontalna a domaća kamatna stopa jednaka svetskoj kamatnoj stopi. Ako bi kamatna stopa rasla iznad svetske kamatne stope, to bi dovelo do neograničenog priliva kapitala. Fiskalna ekspanzija pomera krivu IS_0 na desno i naviše na IS_1 i vrši pritisak na domaću kamatnu stopu. Rast kamatne stope dovodi do priliva kapitala. Priliv kapitala vodi apresijaciji deviznog kursa, smanjuje se neto izvoz, poništava se efekat fiskalne ekspanzije, kriva IS pomera natrag u levo tako da na kraju nema povećanja autputa i zaposlenosti. U slučaju perfektne mobilnosti kapitala, dakle, fiskalna politika nije efikasna i ne bi bila u stanju da utiče na autput i zaposlenost.

Grafik I-2 Fiskalna ekspanzija u režimu fleksibilnog deviznog kursa



Efekti monetarne ekspanzije u režimu fleksibilnog deviznog kursa prikazani su na Grafiku I-3, na panelu (a) slučaj nesavršene (i visoke) mobilnosti kapitala i na panelu (b) slučaj savršene mobilnosti kapitala.

Grafik I-3 Monetarna ekspanzija u režimu fleksibilnog deviznog kursa



Na panelu (a) ekonomija je inicijalno u ravnoteži u tački A, gde se seku krive IS₀, LM₀, i BP₀. Monetarna ekspanzija pomera LM krivu sa LM₀ na LM₁. Raste proizvodnja i zaposlenost, sa propratnim efektom na rast uvoza i deficit platnog bilansa (u tački B). U režimu fleksibilnog deviznog kursa, pokreće se mehanizam uravnotežavanja platnog bilansa, domaća valuta depresira, dolazi do pomeranja krivih BP₀ i IS₀ na desno dok se ne uspostavi nova ravnoteža u tački C na krivoj LM₁. Pad kamatne stope usled ekspanzivne monetarne politike u uslovima visoke mobilnosti kapitala podstiče odliv kapitala i ima za posledicu deficit platnog bilansa. Potrebna je značajnija depresijacija da bi se uspostavila ravnoteža platnog bilansa, ali ova depresijacija dovodi do većeg rasta izvoza, većeg pomeranja IS krive i značajnijeg rasta proizvodnje i zaposlenosti. Sada je efekat monetarne ekspanzije pojačan depresijacijom deviznog kursa.

Na panelu (b) prikazano je kako monetarna eskpanzija u slučaju savršene mobilnosti kapitala snižava kamatnu stopu i dovodi do depresijacije domaće valute, što pomera

krivu IS i dovodi do rasta dohotka i zaposlenosti. U ekstremnom slučaju savršene mobilnosti kapitala, dakle, monetarna politika je za razliku od fiskalne, potpuno efikasna. U slučaju niske mobilnosti kapitala, koji ovde nije prikazan, pad kamatne stope izazvao bi nešto manje pogoršanje platnog bilansa nego u slučaju visoke mobilnosti kapitala i zahtevao manju depresijaciju, samim tim bi i efekat na rast izvoza i zaposlenosti bio nešto manji nego u slučaju visoke mobilnosti kapitala.

Može se rezimirati da se u režimu fleksibilnog deviznog kursa sa porastom mobilnosti kapitala povećava efikasnost monetarne politike a smanjuje efikasnost fiskalne politike.⁴

1.4.2. QE – FE model: efekti ekonomske politike na devizni kurs i platni bilans

U QE – FE modelu kratkoročna ravnoteža u otvorenoj privredi postiže se u preseku krivih ravnoteže na tržištu proizvoda QE i ravnoteže na tržištu finansijske aktive FE. Kriva QE prikazuje sve moguće kombinacije proizvoda i deviznog kursa pri kojima se tržište proizvoda nalazi u ravnoteži (agregatna tražnja jednaka je agregatnom proizvodu). Kriva QE ima pozitivan nagib, jer ukoliko su domaće cene P i inostrane cene P^* fiksne u kratkom roku, onda depresijacija domaće valute (rast deviznog kursa \mathcal{E}) ima za posledicu rast domaćeg proizvoda y , dok apresijacija (pad \mathcal{E}) ima za posledicu pad y .⁵ Kriva FE prikazuje kombinacije deviznog kursa i proizvoda pri kojima se ostvaruje ravnoteža na tržištu finansijske aktive (deviznom tržištu i tržištu novca). Kriva FE ima negativan nagib, jer pri ostalim nepromenjenim okolnostima, da bi tržišta finansijske aktive ostala u ravnoteži, rast domaćeg proizvoda mora da bude praćen apresijacijom domaće valute, a pad domaćeg proizvoda depresijacijom domaće valute.⁶

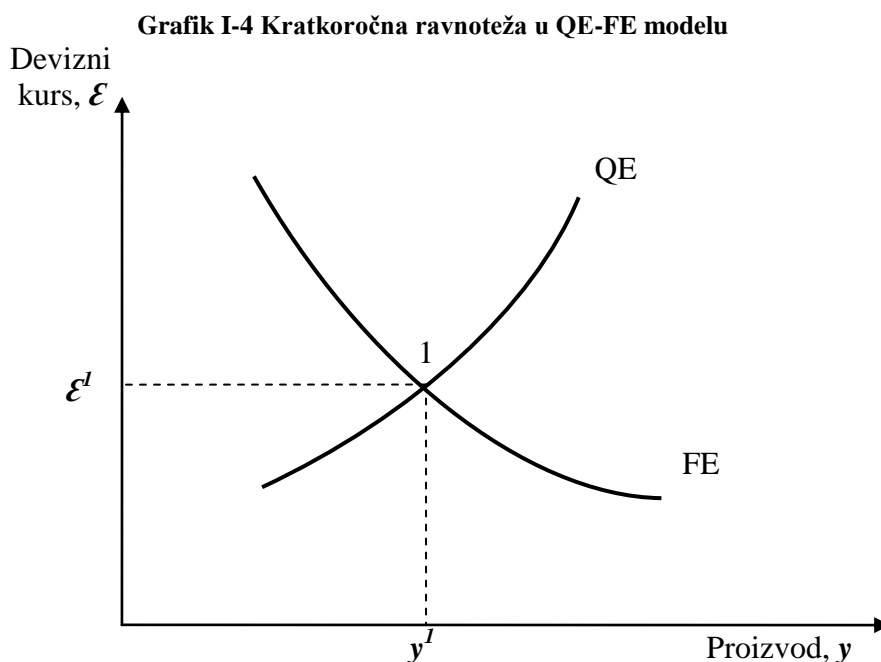
⁴ U režimu fiksnog deviznog kursa situacija je obrnuta, efikasnost fiskalne politike raste sa porastom mobilnosti kapitala, dok je monetarna politika neefikasna bez obzira na to koliki je stepen mobilnosti kapitala (Snowdon, Vane, 2005: 123-134; Kovačević, 2010: 313-354, Kovač, 1994: 261).

⁵ Ako je nivo cena u zemlji i inostranstvu nepromenjen, rast nominalnog deviznog kursa čini inostranu robu i usluge skupljim u odnosu na domaću robu i usluge a domaća dobra i usluge jeftinijim u odnosu na inostrane. Ova promena relativne cene ima za posledicu rast inostrane tražnje za domaćim proizvodima i vodi rastu y .

⁶ Usled rasta kamatne stope, koji je posledica rasta tražnje za novcem zbog rasta domaćeg proizvoda y i povećanog obima transakcija, i rasta tražnje za komaćom valutom kao posledice rasta kamatne stope,

QE – FE model pokazuje kako se menja devizni kurs u zavisnosti od promene proizvoda. Pored toga, QE – FE modelom mogu se prikazati efekti mera monetarne i fiskalne politike na devizni kurs i platni bilans, a moguće je objasniti i efikasnost ovih politika u režimu fiksnog i u režimu fleksibilnog deviznog kursa, analogno IS-LM modelu, sa identičnim zaključcima u efikasnosti ovih politika kao u IS-LM modelu (Krugman, Obstfeld, 2009: 470-472).

U tački preseka krivih QE i FE ostvaruje se kratkoročna ravnoteža na tržištu proizvoda i na finansijskom tržištu istovremeno (pretpostavka je da su domaće cene P privremeno fiksne, te da su inostrana kamatna stopa i^* , inostrani nivo cena P^* , i očekivani budući devizni kurs \mathcal{E}^E takođe fiksni). Kratkoročna ravnoteža u modelu prikazana je na Grafiku I-4 (Krugman, Obstfeld, 2009: 435).



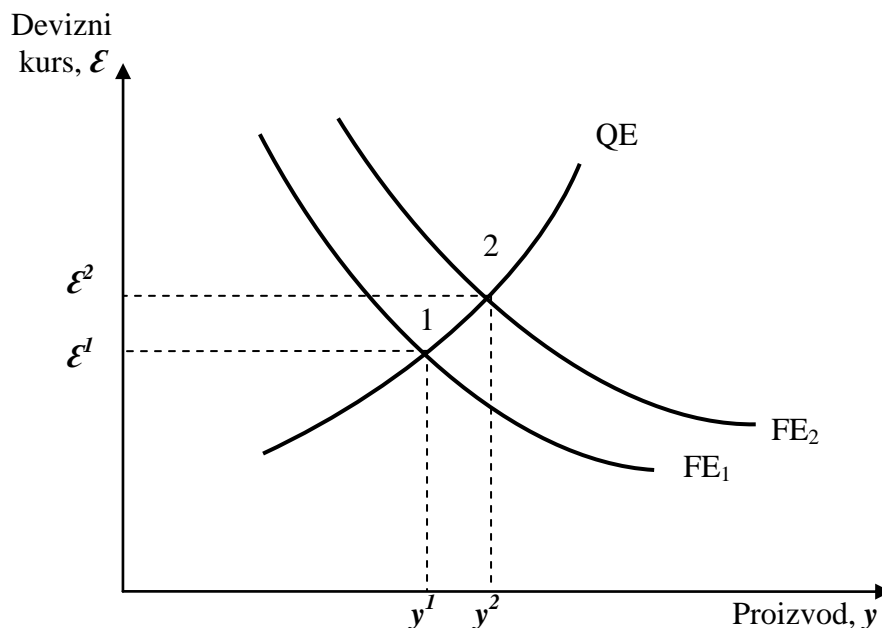
Kratkoročna ravnoteža u otvorenoj privredi uspostavljena u tački 1. Tačka 1. predstavlja onu kombinaciju deviznog kursa i proizvoda koja je u skladu sa jednakošću agregatne tražnje i agregatne ponude na tržištu dobara i usluga i u isto vreme, sa ravnotežom na tržištu finansijske aktive. U preseku krivih QE i FE nalaze se ravnotežni devizni kurs \mathcal{E}^I i ravnotežni proizvod y^I .

domaća valuta apresira. Obrnuto se dešava ukoliko dođe do pada proizvodnje i tražnje za novcem i pada kamatne stope – domaća valuta depresira.

U QE-FE modelu mogu se sagledati efekti mera monetarne i fiskalne politike u otvorenoj privredi na devizni kurs i platni bilans. Pri tom se pravi razlika između privremenih i trajnih promena u monetarnoj i fiskalnoj politici (privremene promene politike na utiču na dugoročni očekivani devizni kurs \mathcal{E}^E , dok trajne promene utiču). Ovde će biti prikazani efekti privremenih promena u monetarnoj i fiskalnoj politici na devizni kurs.

Na Grafiku I-5 prikazani su efekti privremene monetarne ekspanzije na devizni kurs (u pitanju je privremeni rast ponude novca, privremena promena, tako da je očekivani budući devizni kurs \mathcal{E}^E jednak dugoročnom deviznom kursu).

Grafik I-5 Ekspanzivna monetarna politika u QE-FE modelu

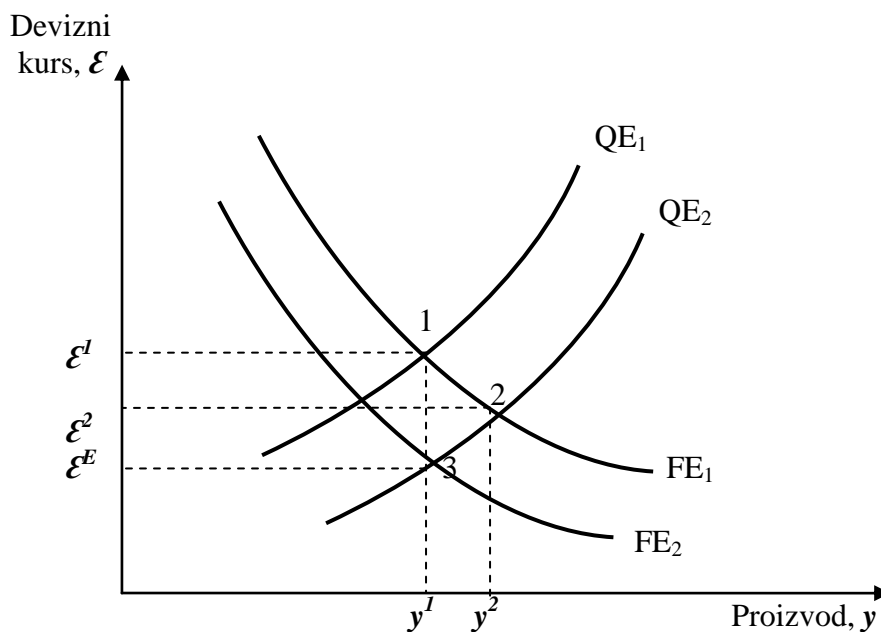


Privremena monetarna ekspanzija u QE-FE modelu manifestuje se kao pomeranje krive FE na desno i na više (za svaki nivo proizvodnje, devizni kurs je viši nakon rasta ponude novca). Rast ponude novca ima za posledicu rast proizvodnje i zaposlenosti, smanjenje domaće kamatne stope i depresijaciju domaće valute. Ovo je trenutni, kratkoročni efekat privremenog rasta ponude novca, ali se ovaj efekat može koristiti u cilju povećanja proizvodnje i zaposlenosti na kratak rok u uslovima recesije (trajna promena u monetarnoj politici, odnosno trajni porast ponude novca uticao bi na rast očekivanog budućeg deviznog kursa \mathcal{E}^E a na dugi rok i na rast nivoa cena srazmerno

porastu ponude novca, dok se proizvodnja vraća na nivo pune zaposlenosti – postoji dugoročna neutralnost novca).⁷ (Krugman, Obstfeld, 2009: 442-443)

Na Grafiku I-6 prikazan je efekat privremene fiskalne ekspanzije. Opet je u pitanju privremena promena, koja ne utiče na očekivani budući devizni kurs \mathcal{E}^E .

Grafik I-6 Ekspanzivna fiskalna politika u QE-FE modelu

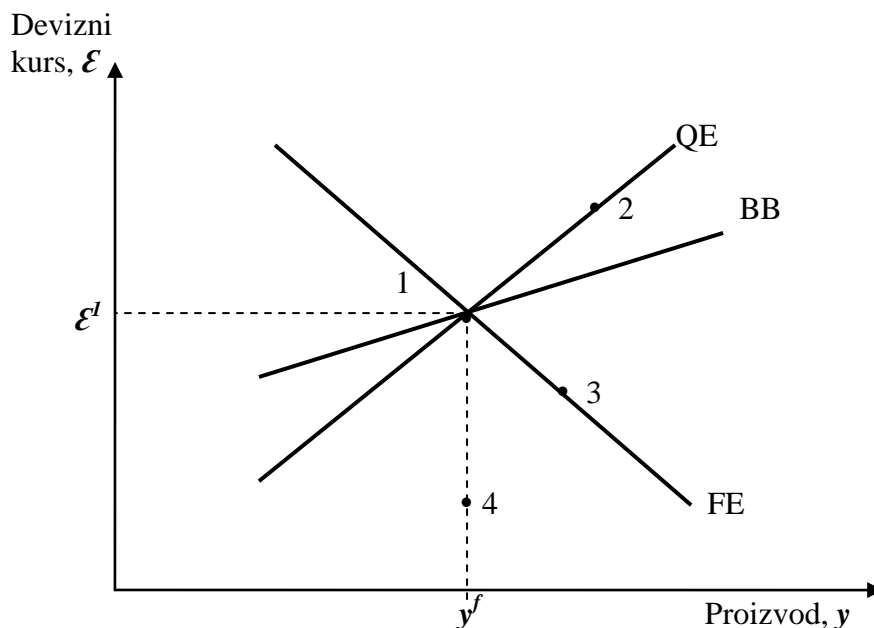


Ekspanzivna fiskalna politika u QE – FE modelu manifestuje se kao pomeranje krive QE_1 na desno i naniže u položaj QE_2 i ima za posledicu rast proizvodnje i zaposlenosti i rast kamatne stope usled rasta tražnje za novcem zbog povećanog obima transakcija. Rast kamatne stope utiče na priliv inostranog kapitala, što dovodi do apresijacije domaće valute. Ukoliko bi fiskalna ekspanzija imala trajni karakter, došlo bi do promene dugoročnog deviznog kursa \mathcal{E}^E , odnosno do dugoročne apresijacije valute, kriva FE_1 pomerila bi se u levo na FE_2 , što bi privredu vratilo u početni položaj u tačku 3, na nivo proizvoda y^I – dodatna apresijacija valute prouzrokovana promenom očekivanja u pogledu budućeg deviznog kursa poništila bi ekspanzivni efekat fiskalne politike na proizvodnju i zaposlenost.

⁷ Nešto kasnije u radu biće pokazana primena monetarne i fiskalne politike u kontraciklične svrhe u QE-FE modelu i kakvi su efekti ovih politika na devizni kurs. Biće pokazano kako dve politike imaju različite efekte na devizni kurs.

Efekti ekspanzivne monetarne politike i ekspanzivne fiskalne politike na tekući račun platnog bilansa prikazani su na Grafiku I-7 u proširenom QE-FE modelu. Prošireni model sadrži BB krivu, koja predstavlja „kombinacije deviznog kursa i proizvoda pri kojima bi bilans tekućih transakcija bio jednak nekom željenom nivou“ (Krugman, Obstfeld, 2009: 446).

Grafik I-7 Uticaj makroekonomske politike na tekući račun platnog bilansa



Privreda se inicijalno nalazi u tački 1 u kojoj se seku krive QE, FE i BB. Ekspanzivna monetarna politika ima za posledicu pad domaće kamatne stope, rast proizvodnje i depresijaciju domaće valute. Privreda se pomera u tačku 2 pri čemu se tekući račun poboljšao – monetarna ekspanzija dovela je do poboljšanje bilansa tekućih transakcija zbog rasta izvoza usled depresijacije domaće valute. Sa druge strane, privremena fiskalna ekspanzija dovodi privredu u tačku 3. Proizvodnja se povećava, kamatna stopa raste, domaća valuta apresira, pri čemu se smanjuje izvoz a povećava uvoz, što dovodi do pogoršanja bilansa tekućih transakcija. Trajna fiskalna ekspanzija značila bi dugoročnu apresijaciju i pomerila bi krivu FE ulevo do tačke 4, gde se tekući račun još više pogoršava nego u slučaju privremene ekspanzije, pri čemu nema rasta proizvodnje i zaposlenosti.

2. Instrumenti ekonomske politike

Pod ekonomskom politikom podrazumeva se ekonomska i zakonodavna aktivnost države u ostvarivanju ekonomskih ciljeva. Ekonomska politika obuhvata skup instrumenata i mera koje država koristi kako bi ostvarila željene ekonomske ciljeve. Instrumenti ekonomske politike su sredstva kojima se ostvaruju ekonomski ciljevi. Mere ekonomske politike su promene u instrumentima (ukidanje ili uvođenje pojedinih instrumenata ekonomske politike) i promene u vrednosti instrumenata (na primer, povećanje poreza ili snižavanje kamatne stope centralne banke). Ciljevi ekonomske politike odnose se na privredni rast, makroekonomsku stabilnost, stabilnost cena. Pored ovih najvažnijih ciljeva ekonomske politike, država nastoji da ostvari još čitav niz specifičnih ekonomskih ciljeva, kao što su povećanje konkurentnosti nacionalne ekonomije, efikasna alokacija resursa, rast životnog standarda i poboljšanja u raspodeli dohotka i bogatstva stanovništva.

S obzirom na brojnost ciljeva i instrumenata, u procesu formulisanja ekonomske politike pojavljuje takozvani „*problem dodeljivanja*“ instrumenata ciljevima ekonomske politike („*assignment problem*“). Problem je prepoznao još Jan Tinbergen (Tinbergen, 1952), koji je pokazao da je za svaki cilj potreban po jedan instrument ekonomske politike, te da se jednim instrumentom ne može postići više ciljeva ekonomske politike istovremeno. Trevor Swan (Swan, 1960) je posmatrao upotrebu ekonomske politike u kontekstu otvorene ekonomije, gde se pored unutrašnje ravnoteže (puna zaposlenost), postavlja pitanje i spoljne ravnoteže kao cilja ekonomske politike, i ukazao na načine korišćenja monetarne i fiskalne politike u postizanju ovih ciljeva (pod spoljnom ravnotežom podrazumeva se ravnoteža bilansa tekućih transakcija odnosno spoljnotrgovinska ravnoteža). Robert Mundell (Mundell, 1968) je formulisao *Princip*

efektivne tržišne klasifikacije prema kome svaki instrument ekonomske politike treba da bude dodeljen cilju na koji najefikasnije deluje. U skladu sa ovim principom, monetarna politika (kamatna stopa) trebalo bi da bude dodeljena postizanju spoljne ravnoteže, dok bi fiskalna politika (državna potrošnja, porezi) trebalo da bude posvećena postizanju unutrašnje ravnoteže, jer je monetarna politika efikasnija u delovanju na platni bilans, dok je fiskalna politika efikasnija u delovanju na unutrašnju ravnotežu i rast proizvodnje i zaposlenosti (u režimu fiksnog deviznog kursa).

Ova teorijska pravila i principi formulisani su u Bretonvudskom sistemu i odnose se na režim fiksnog deviznog kursa. U praksi, primena politike u režimu fiksnog deviznog kursa izgledala je na sledeći način: „*Iskustvo sprovođenja monetarne i fiskalne politike u razvijenim zemljama u Bretonvudskoj eri pokazuje da je većina ovih zemalja (razvijenih tržišnih ekonomija) koristila mere monetarne i fiskalne politike za postizanje unutrašnje ravnoteže, dok je kontrola tokova kapitala bila rezervisana za korigovanje neodrživog nivoa spoljnog deficita. Prelaskom na fluktuirajuće devizne kurseve, devizni kurs je postao instrument regulisanja spoljnotrgovinske ravnoteže, dok su fiskalna i monetarna politika i dalje imale zadatak da održe unutrašnju ravnotežu.*“ (Kovačević, 2010: 336)⁸

Danas se smatra da... „*Dodeljivanje instrumenata ciljevima politike je komplikovano pitanje. U celini, osnovna pretpostavka je da je potreban po jedan instrument ekonomske politike za svaki cilj, i da je malo verovatno da bi jedan instrument mogao da zadovolji višestruke ciljeve. Drugo pitanje je da li je odgovarajuća kombinacija instrumenata politike dovoljna za čitav niz stabilizacionih ciljeva (output, nezaposlenost, inflacija, stabilnost finansijskog sektora). Takođe, politika u jednoj oblasti mora da uzme u obzir pravce u drugim politikama i promene u ekonomskom okruženju.*“ (OECD, 2010: 50) Ekonomska politika predstavlja kombinaciju instrumenata i mera različitih politika koje su usmerene na postizanje ciljeva ekonomske politike. Konceptija ekonomske politike definiše se na osnovama makroekonomske teorije sa jedne, i rezultatima empirijskih istraživanja sa druge strane: „*Dizajn koherentne ekonomske politike usmerene na postizanje prihvatljive stope*

⁸ Relativan značaj koji je pridavan fiskalnoj i monetarnoj politici u ostvarivanju ovog cilja (unutrašnje ravnoteže) menjao se tokom vremena.

ekonomskog rasta i redukovanje agregatne nestabilnosti zavisi od raspoloživosti interno konzistentnih teorijskih modela ekonomije koji na zadovoljavajući način objašnjavaju ponašanje glavnih makroekonomskih varijabli i potvrđeni su raspoloživim empirijskim dokazima.“ (Snowdon, Vane, 2005: 4) Zatim se ova šira koncepcija ekonomske politike konkretizuje i operacionalizuje kroz instrumente i mere ekonomske politike, pri čemu, ... „Izbor odgovarajućih instrumenata ekonomske politike da bi se postigli „glavni ciljevi“ ekonomske politike zavisice od detaljne analize uzroka specifičnih makroekonomskih problema.“ (Snowdon, Vane, 2005: 7)

2.1. Fiskalna politika

U ostvarivanju ciljeva privrednog rasta i makroekonomske stabilnosti fiskalna politika, tradicionalno, ima alokativnu, redistributivnu, stabilizacionu i razvojnu funkciju. **Alokativna funkcija** fiskalne politike odnosi se na korekciju delovanja tržišta, pri čemu država preuzima ulogu tržišta u obavljanju ove funkcije i pomoću mera fiskalne politike usmerava resurse u proizvodnji dobara i usluga. **Redistributivna funkcija** odnosi se na preraspodelu dohotka u društvu, gde država putem fiskalne politike vrši preraspodelu dohotka između proizvodnog i neproizvodnog dela stanovništva. **Razvojna funkcija** podrazumeva korišćenje fiskalne politike u funkciji privrednog rasta u njeno dejstvo na promene u strukturi privrede u pravcu tehničko – tehnološki razvijenijih grana. **Stabilizaciona funkcija** odnosi se na delovanje fiskalne politike u cilju stabilizacije ekonomske aktivnosti i postizanja unutrašnje ravnoteže.

Specifičnost fiskalne politike je uticaj institucionalnih faktora u njenom delovanju na ekonomsku aktivnost. **Institucionalni faktori odnose se na dužinu unutrašnjih i spoljnih vremenskih pomaka, političke okolnosti i nivo razvijenosti ekonomije i institucija.** **Unutrašnji vremenski pomaci** predstavljaju vreme potrebno da se prepozna potreba za merama fiskalne politike a zatim da se mere fiskalne politike definišu i primene. **Spoljni vremenski pomaci** odnose se na vreme potrebno da se osete efekti mera fiskalne politike. **Političke okolnosti** obuhvataju čitav niz faktora od uticaja na fiskalnu politiku, kao što su izborni ciklusi (koji mogu veštački generisati poslovne

cikluse) i disperzija političke vlasti (na primer, zemlje u kojima postoji veća disperzija političke moći su manje pod uticajem izbornog ciklusa ali je fiskalna disciplina slabija) (OECD, 2002: 20). *Nivo razvijenosti ekonomije i institucija* je takođe od značaja na dejstvo fiskalne politike, posebno u ekonomijama u razvoju i ekonomijama sa nastajućim tržištima, u kojima nerazvijenost političkog i ekonomskog sistema uslovljava poteškoće u primeni fiskalne politike i ograničavajuće deluje na njenu efikasnost.

Usled delovanja institucionalnih faktora, proces implementacije fiskalne politike je dug i komplikovan. *Implementacija fiskalne politike* je složena, zakonski regulisana procedura koja obuhvata čitav niz koraka i postupaka na različitim nivoima vlasti i upravljanja. Dužina trajanja procesa implementacije fiskalne politike se često upoređuje sa implementacijom monetarne politike, pri čemu se smatra da je monetarna politika u prednosti po ovom kriterijumu. Na primeru Sjedinjenih Američkih Država, ... „, *Fed (Federal Reserve) može da promeni kamatne stope relativno brzo, a tako i radi – sve što je potrebno je da Fed Open Market Committee sazove sastanak, glasa, i prenese svoju odluku The New York Trading desk – u gde se kamatna stopa menja. Nasuprot tome, promena državnih izdataka ili poreskih stopa u iznosu potrebnom da se proizvede slična promena u tražnji zahteva značajan period vremena nakon što je potreba za tim uopšte prepoznata. Predsednik i Kabinet treba da odluče tačno koji program ili porez bi trebalo da bude promenjen, predlog mora da se podnese Kongresu, koji treba da raspravlja da li prihvatiti, modifikovati ili odbaciti predlog. Dogle će proći kvartali, pa čak i godine umesto nekoliko dana. ... U slučaju diskrecionih mera fiskalne politike, posao Fed –a bi bio još teži. Osoblje Fed – a bi moralo da provede neko vreme u predviđanju efekata fiskalnog predloga. Politička analiza bi zahtevala da se oceni da li će predlog uopšte proći. Nešto je lakše predivdeti efekte automatskih stabilizatora, jer oni ne zahtevaju političku analizu.*“ (Taylor, 2000: 28) Scenario donošenja odluka u procesu implementacije fiskalne politike je sličan i za većinu drugih razvijenih tržišnih ekonomija.⁹

⁹ U ovom poređenju unutrašnjih vremenskih pomaka uzima se za primer samo jedna od mogućih procedura implementacije mera monetarne politike, ona u kojoj je kamatna stopa instrument ekonomske politike – ima i drugih procedura, koje zahtevaju duži vremenski pomak u implementaciji. I dok sam proces implementacije pojedinih mera monetarne politike može biti relativno kraći u odnosu na proces implementacije fiskalne politike, celokupan operativni postupak implementacije monetarne politike je

2.1.1. Automatski stabilizatori

U automatske stabilizatore spadaju: automatske promene u nivou poreskih prihoda (sistem progresivnog oporezivanja), kompenzacije za nezaposlenost, politika dohodaka, subvencije u poljoprivredi i budžet kao stabilizator. **Sistem progresivnog oporezivanja** je najznačajniji automatski stabilizator na strani javnih prihoda. Automatsko smanjenje poreza u slučaju recesije pomaže da se ublaži pad u raspoloživom dohotku i agregatnoj tražnji.¹⁰ Na strani javnih rashoda, najvažniji automatski stabilizator su **kompenzacije za nezaposlenost**. U vreme recesije i rasta nezaposlenosti, kompenzacije za nezaposlenost se povećavaju (komponenta transfera u budžetu raste), što pomaže da se ublaži pad u agregatnoj tražnji. Država vodi **politiku dohodaka**, na primer u držvanom sektoru, kako bi se očuvala stabilnost lične potrošnje tokom svih faza ciklusa. Različite **subvencije**, naročito u poljoprivredi, deluju stabilizaciono u vremenima krize kada treba očuvati stabilnost cena strateških proizvoda. **Budžet kao stabilizator** posmatra se u smislu veličine budžeta i ekonomske snage države, i šire, u smislu veličine samog javnog sektora: razvijen javni sektor po pravilu povećava stabilnost ekonomije jer je po definiciji otporan na ciklične fluktuacije u privredi.

Najvažnije karakteristike automatskih stabilizatora su automatsko dejstvo u slučaju promena u ekonomskoj aktivnosti i uticaj na multiplikator investicija. Mere povezane sa automatskim stabilizatorima se aktiviraju odmah pošto je nastala promena u ekonomskoj aktivnosti – zato se i zovu automatski stabilizatori „... jer je njihovo dejstvo automatsko prilikom ispunjenja određenih unapred definisanih kriterijuma, to jest, za njihovo dejstvo nije potrebna nikakva nova odluka“ (Dimitrijevic, Fabris, 2007: 231). Uticaj na multiplikator investicija sastoji se u tome što automatski stabilizatori umanjuju multiplikatorski efekat investicija. Tako će rast dohotka koji je rezultat rasta investicija biti umanjen usled dejstva progresivnog oporezivanja, jer sa porastom

takođe kompleksan proces kao i kod fiskalne politike i biće opisan u Poglavlju 2.2. rada. Spoljni vremenski pomaci mogu biti dugački i za fiskalnu i za monetarnu politiku.

¹⁰ Smatra se da su ove automatske promene u visini poreza glavni razlog za povećanu stabilnost ekonomija posledice Drugog svetskog rata. Ovo je stav Kenzijanaca (Abel, Bernanke, 2008: 582). Ima i drugih faktora koji su doprineli stabilizovanju ekonomske aktivnosti i ublažavanju cikličnih fluktuacija u razvijenim tržišnim ekonomijama nakon Drugog svetskog rata.

dohotka raste i poreska stopa. Na taj način će komponenta fiskalne politike u vidu automatskih stabilizatora uticati na multiplikator investicija.¹¹

S obzirom na to da automatski reaguju na promene u ekonomskoj aktivnosti, automatski stabilizatori su komponenta fiskalne politike koja po definiciji deluje kontraciklično i stabilizaciono na ciklične fluktuacije u privredi. Zbog toga se automatski stabilizatori u literaturi posmatraju kao sredstvo stabilizacije i instrument kontraciklične ekonomske politike. Međutim, savremene tendencije u primeni fiskalne politike su takve da se automatski stabilizatori shvataju pre svega kao sredstvo za ostvarivanje ciljeva jednakosti (redistributivna funkcija) i efikasnosti (alokacija resursa), dok se njihovo dejstvo u stabilizaciji ekonomskih tokova posmatra kao sporedan efekat, pri čemu se smatra da oni ne bi trebalo da budu korišćeni samo u stabilizacione svrhe. (OECD, 2010: 50)

U literaturi se analizira i uticaj automatskih stabilizatora na dugoročne performanse ekonomije (Van den Noord, 2000; Hemming, Kell, Mahfouz, 2002). Uticaj automatskih stabilizatora na dugoročne performanse ekonomije je pozitivan, jer automatski stabilizatori doprinose makroekonomskoj stabilnosti koja je neophodna da bi se na dugi rok ostvarili ciljevi privrednog rasta, pune zaposlenosti i stabilnosti cena. Međutim, uticaj automatskih stabilizatora na dugoročne performanse ekonomije može biti i negativan, jer automatski stabilizatori tokom vremena mogu dovesti do rasta budžetskoga deficita i doprineti kumuliranju državnog duga u dužem periodu (zbog rasta izdavanja u vidu automatskih stabilizatora u situacijama kada su faze recesije jače ili duže traju u odnosu na faze prosperiteta poslovnih ciklusa). Zaduživanje države zbog finansiranja budžetskog deficita koji je rezultat delovanja automatskih stabilizatora može „pogurati“ na više kamatne stope i dovesti do efekta istiskivanja („crowding out“), bilo preko kamatnih stopa i uticaja na investicije, bilo preko deviznog kursa, zbog apresijacije nacionalne valute: rast kamatnih stopa povećava tražnju za domaćom valutom i dovodi do apresijacije nacionalne valute, što zatim ima dalje negativne posledice na izvoz domaćih proizvoda i pogoršanje tekućeg bilansa. „*Po svojoj prirodi,*

¹¹Multiplikator investicija u analizama se koristi kao pokazatelj efikasnosti fiskalne politike. Ovo dejstvo automatskih stabilizatora na multiplikator je značajno kada se sameravaju različiti efekti pojedinih komponenti fiskalne politike.

automatski stabilizatori igraju neposrednu ulogu u fazama opadanja. Ali oni su obično nus-proizvod drugih ciljeva fiskalne politike. Kao takvi, postoji tendencija da se veličina automatskih stabilizatora dovodi u vezu sa veličinom vlade (javnog sektora), sugerirajući da veličina vlade (javnog sektora) može da pomogne u stabilizovanju outputa. Međutim, mnogi se slažu da veći javni sektor predstavlja opterećenje za privredni rast na duži rok. Dakle, postoji potencijalni konflikt između veće stabilnosti i ekonomske efikasnosti. Ipak, efikasnost automatskih stabilizatora može biti pre pitanje prave koncepcije nego veličine.“ (IMF, 2008b: 160)

Kada se posmatra primena automatskih stabilizatora u kontraciklične svrhe i analizira njihova efikasnost u ostvarivanju funkcije stabilizacije, utvrđeno je da su automatski stabilizatori u poslednje dve decenije bili efikasniji u kontracikličnom delovanju u odnosu na diskrecionu fiskalnu politiku, kako u razvijenim tržišnim ekonomijama, tako i u ekonomijama sa nastajućim tržištima (IMF, 2008b: 162). Kontraciklično delovanje fiskalne politike u razvijenim tržišnim ekonomijama zasnovano je upravo na dejstvu automatskih stabilizatora, dok je diskreciona fiskalna politika uglavnom bila prociklična (Lane, 2003a: 10). Efikasnost automatskih stabilizatora u kontracikličnom delovanju zavisi od strukture poreza i progresivnosti poreske stope, na strani izdataka od veličine kompenzacija za nezaposlenost (OECD, 2010: 18), a pored ovih faktora i od veličine javnog sektora odnosno od visine javne potrošnje (Van den Noord, 2000: 7).

2.1.2. Diskreciona fiskalna politika

„Diskreciona fiskalna politika se odnosi na promene u zakonima, administrativnim procedurama ili instrumentima koje nastaju kao rezultat akcija vlade, parlamenta, ministra finansija isl.“ (Dimitrijevic, Fabris, 2007: 231) U diskrecione mere fiskalne politike spadaju promene u instrumentima fiskalne politike: ***uvođenje ili ukidanje nekog poreza (poreskog oblika), promena poreske stope ili poreske osnovice, fiskalni stimulansi i druga fiskalna davanja iz domena politike javnih rashoda*** kao što su različiti „paketi mera“ i „programi“. Za razliku od automatskih stabilizatora, diskrecione mere fiskalne politike aktiviraju se tek nakon što se ostvari odgovarajuća promena u

fiskalnom sistemu (usvajanje određenog zakona, „paketa mera“, ili promene u fiskalnom zakonodavstvu).

Automatski stabilizatori reaguju automatski na promene u ekonomskoj aktivnosti i samim tim po definiciji imaju potencijalno kontraciklično dejstvo, ali su njihovi dometi delimično ograničeni (u smislu mogućnosti primene u određenim vanrednim okolnostima, u smislu mogućnosti za promene u visini pojedinih poreza ili transfera). Zbog toga je diskreciona fiskalna politika promovisana kao instrument kontraciklične ekonomske politike. Međutim, stabilizaciona funkcija nije i ne mora da bude jedina funkcija diskrecione fiskalne politike. Pored upotrebe u kontraciklične svrhe, diskreciona fiskalna politika se primenjuje u cilju ostvarenja i drugih ciljeva ekonomske politike, pre svega razvojnih, i može imati dugoročne efekte na privredni rast i razvoj. *„Dugoročni efekti fiskalne politike mere se uticajem na zaposlenost proizvodnih faktora i privredni rast, a kratkoročni na stabilizaciju. ... Aktivna (diskreciona) fiskalna politika može različitim kombinacijama i promenama fiskalnih instrumenata javnih rashoda, javnih prihoda, budžetske ravnoteže i javnog duga da utiče na osnovne ekonomske varijable nacionalni dohodak, privredni rast, zaposlenost i stabilnost“* (Ekonomska enciklopedija, 1984: 995) Smanjivanje poreza i povećanje poreske osnovice može da poveća efikasnost proizvođača, budžetski suficit i kao posledica, niske kamatne stope, mogu imati za posledicu više privatnih investicija i veći ekonomski rast, mere usmerene na tržište rada mogu uticati na prirodnu stopu nezaposlenosti... (Taylor, 2000: 31) Osim toga, mogu postojati i drugi ciljevi kontraciklične fiskalne politike: *„Neki od njih mogu biti politički, uključujući jednostavnu političku potrebu da se u recesiji učini nešto, pa makar bilo šta.“* (Isto: 32)

Diskreciona fiskalna politika je korišćena u periodu od Drugog svetskog rata do početka 1970-tih kao sredstvo za postizanje privrednog rasta i pune zaposlenosti. U osnovi takve politike bila vladajuća i opšteprihvaćena Kejnzijska koncepcija ekonomske politike. Na osnovama Kejnzijske teorije, fiskalna politika bila je preferirana u odnosu na monetarnu politiku kao sredstvo stabilizacije. Poverenje u diskrecionu fiskalnu politiku kao sredstvo za ostvarivanje unutrašnje ravnoteže bilo je teorijski zasnovano na stavu o efikasnosti fiskalne politike u režimu fiksnog deviznog kursa i u praksi potkrepljeno

uspesima u stabilizovanju cikličnih fluktuacija u razvijenim tržišnim ekonomijama. Ne manje značajna bila je i njena primena u razvojne svrhe. Smatra se da se veliki deo ekonomskog prosperiteta koji su razvijene tržišne ekonomije doživele do 1970 – tih duguje upravo aktivnoj fiskalnoj politici.

Sa prelaskom na fleksibilne devizne kurseve i promenom strategije monetarne politike u smislu oslanjanja na „pravila“ i orijentacije na novi, tržišni koncept delovanja i kamatnu stopu kao instrument monetarne politike, tokom 1980 – tih i 1990 – tih u razvijenim tržišnim ekonomijama raste oslanjanje na monetarnu politiku kao sredstvo stabilizacije. Jos jedan razlog za ovu preorijentaciju bio je i rast javnog duga u većini razvijenih tržišnih ekonomija koji je nastao kao posledica zaduživanja države u cilju finansiranja višedecenijske fiskalne ekspanzije i politike stimulisanja agregatne tražnje. Početkom 1980 – tih i 1990 – tih jedna od centralnih tema fiskalne politike postaje održivost javnog duga. Ovo je i danas aktuelno pitanje fiskalne politike koje fiskalno zakonodavstvo reguliše uvođenjem takozvanih „fiskalnih pravila“ koja limitiraju nivo budžetskog deficita i javnog duga u odnosu na bruto domaći proizvod. Pod uticajem razvoja ekonomske teorije došlo je i do promene opšteg stava prema fiskalnoj politici: *„Nasuprot dominantnom Kejnzijanskom gledištu koje je važno u 1950 – tim i 1960 – tim, sada je široko prihvaćeno da vlade ne bi trebalo da primenjuju „fino regulisanje“ ekonomija u cilju održanja output – a i zaposlenosti blizu ili na prirodnom nivou pune zaposlenosti korišćenjem diskrecione politike agregatne tražnje. Većina ekonomista danas prihvata da je stabilizacioni potencijal aktivističke diskrecione fiskalne politike u najmanju ruku ograničen, i da stabilizaciona uloga fiskalne politike leži ugrađena u automatskim stabilizatorima“* (Snowdon, Vane, 2005: 705)

Osnovni problemi u vezi sa primenom diskrecione fiskalne politike u kontraciklične svrhe su:

- Procedura implementacije fiskalne politike je složena a budžet se usvaja jednom godišnje, dok recesija zahteva hitne mere i odluke. Pri tome, svaka promena ili rebalans budžeta zahteva politička usaglašavanja.
- Pojedine diskrecione mere, na primer državne investicije, daju efekte tek u višegodišnjem vremenskom periodu.

- Efikasnost diskrecione fiskalne politike u ostvarivanju stabilizacionih ciljeva je samo delimična i zavisiće od više faktora. Jedan od njih je kako pojedinci reaguju na povećanje dohotka nastale kao rezultat smanjenja poreza i u kojoj meri povećavaju svoju štednju u odnosu na potrošnju. Jedan deo fiskalne ekspanzije biće izgubljen kroz povećanje štednje pojedinaca. Drugi deo, zatim, biće poništen kroz rast uvoza i ovo su efekti sa kojima se mora računati kada se analizira efikasnost kontraciklične diskrecione fiskalne politike.

Savremena shvatanja o primeni diskrecione fiskalne politike u stabilizacione svrhe su takva da se smatra da bi mere diskrecione fiskalne politike trebalo koristiti u slučajevima teških i ozbiljnih recesija koje dugo traju. *„I dok odgovor monetarne politike – uz delovanje automatskih stabilizatora – dominira u odnosu na diskrecionu fiskalnu politiku u normalnim vremenima, ovaj redosled može biti obrnut kada su finansijska tržišta u opadanju a monetarna politika je dostigla „nultu tačku“ i mora da se oslanja na nekonvencionalne instrumente. U takvim slučajevima, diskreciona fiskalna politika bi mogla da bude efikasnija i može da se koristi kao podrška monetarnoj politici i automatskim stabilizatorima. Ukoliko nema dugoročnih problema sa solventnošću, blagovremeni odgovor fiskalne politike na šokove tražnje može da podstakne agregatnu tražnju, pomažući da se smanji proizvodni jaz. Fiskalni odgovor će biti još efikasniji ukoliko su finansijska tržišta u opadanju, a privatna štednja manje utiče na efekat planiranog fiskalnog stimulusa“* (OECD, 2010: 50).

2.2. Monetarna politika

U ostvarivanju ciljeva unutrašnje ravnoteže, funkcija monetarne politike je da brine o očuvanju cenovne stabilnosti. S tim u vezi je definisanje operativnog postupka implementacije monetarne politike, kao načina na koji će se se monetarna politika voditi i pomoću koga će cenovna stabilnost ostvarivati.

Operativni postupak implementacije monetarne politike je kompleksan i obuhvata čitav niz aktivnosti, pravila i procedura na osnovu kojih se vodi monetarna politika. U ove aktivnosti, pravila i procedure spadaju: definisanje ciljeva monetarne politike, izbor

instrumenta monetarne politike, definisanje načina na koji će se ovi instrumenti koristiti, izbor operativnih ciljeva kao instrumentalnih varijabli i prelaznih ciljeva kao kontrolnih varijabli na osnovu kojih se prati ostvarivanje krajnjih ciljeva monetarne politike. Postupak implementacije monetarne politike obuhvata i proceduralna pitanja, kao što su proces odlučivanja i način komunikacije centralne banke sa javnošću.

Operativni postupak implementacije monetarne politike može se opisati sekvencom *instrumenti – operativni ciljevi – prelazni ciljevi – krajnji ciljevi monetarne politike*. *Krajnji ciljevi monetarne politike (policy goals)* odnose se na performanse ekonomije kao što su inflacija, nezaposlenost, privredni rast. Međutim, centralna banka ne može direktno da utiče na ove ciljeve. Centralna banka ne može direktno da kontroliše stopu inflacije, nezaposlenost, čak ni ponudu novca u jednoj ekonomiji. Njen uticaj na ove veličine je samo posredan. Osim toga, zbog prisustva lag – ova i složenosti transmissionog mehanizma monetarne politike, dešava se da prođe mnogo meseci pre nego što se osete efekti pojedinih mera monetarne politike. Zato se centralna banka fokusira na operativne ciljeve, nad kojima ima neposrednu kontrolu u kraćem vremenskom periodu i pomoću kojih nastoji da ostvari željenu vrednost prelaznih a zatim i krajnjih ciljeva monetarne politike. Praktično, centralna banka manipuliše instrumentima monetarne politike da bi ostvarila unapred određenu vrednost izabranog operativnog cilja, i na taj način, posredstvom prelaznih ciljeva, ostvarila krajnje ciljeve monetarne politike.

Instrumenti monetarne politike (instruments) su varijable na koje centralna banka zaista ima uticaj i koje može direktno da kontroliše, kao što su operacije na otvorenom tržištu, kamatna stopa na rezerve pozajmljene od centralne banke, stopa obavezne rezerve, ili sama struktura bilansa stanja centralne banke, koja se takođe može posmatrati kao instrument monetarne politike, i kojom je određeno učešće pojedinih stavki u bilansu banke i njihov međusobni odnos (na primer, iznos planiranih kupovina državnih obveznica, a praktično krediti državi, u odnosu na druge plasmane ili ukupan iznos kredita). Instrumenti monetarne politike koriste se da bi se ostvarila određena vrednost izabranog operativnog cilja. *Operativni ciljevi (operating targets)* mogu biti nivo rezervi banaka ili kratkoročana kamatna stopa (kamatna stopa na novčanom

tržištu).¹² **Prelazni ciljevi (intermediate targets)** su varijable koje se nalaze između operativnih i krajnjih ciljeva monetarne politike i oni, u zavisnosti od izabrane strategije monetarnog regulisanja, mogu da se odnose na stopu inflacije, devizni kurs ili monetarne agregate. Smisao prelaznih ciljeva je da su to informacione, odnosno kontrolne varijable, koje u transmisionom mehanizmu monetarne politike posreduju između operativnih i krajnjih ciljeva monetarne politike i pomoću kojih se prati ostvarivanje krajnjih ciljeva monetarne politike. Važno je i to što se, u odnosu na krajnje ciljeve monetarne politike, ove varijable mogu pratiti u kraćim vremenskim intervalima (mesečno ili nedeljno), tako da se na osnovu njihovog kretanja može oceniti karakter tekuće monetarne politike, odnosno, da li je monetarna politika ekspanzivna ili restriktivna, i kakvi su efekti monetarne politike na krajnje ciljeve ekonomske politike. Zbog toga se prelazni ciljevi u procesu implementacije monetarne politike prate i analiziraju kao **indikator monetarne politike**.

Centralne banke najčešće formulišu i vode svoju politiku u terminima „targetiranja“ izabranog prelaznog cilja. Takvom politikom one nastoje da **kroz manipulisanje instrumentima monetarne politike, posredstvom operativnog cilja, ostvare ciljanu vrednosti izabranog prelaznog cilja, koja je konzistentna sa krajnjim ciljem, odnosno ciljevima monetarne politike**. Na ovaj način, centralna banka nastoji da preko prelaznih ciljeva posredno utiče na ostvarivanje krajnjih ciljeva monetarne politike. Time što je odredila vrednost prelaznog cilja koja je konzistentna sa krajnjim ciljevima, centralna banka nastoji da se „osigura“ da će i krajnji ciljevi monetarne politike biti ostvareni. Na osnovu prelaznog cilja, centralna banka prati ostvarivanje krajnjih ciljeva i odlučuje o merama monetarne politike – odstupanje vrednosti prelaznog cilja od ciljne vrednosti ukazuje na odstupanje krajnjih ciljeva od njihove ciljne vrednosti i ukazuje na potrebu za korektivnim merama monetarne politike. Ovakav način analize moguć je zbog prisustva lag – ova u procesu transmisije efekata mera monetarne politike sa operativnih na prelazne, a zatim na krajnje ciljeve monetarne politike, zbog čega su informacije o prelaznim ciljevima dostupne u kraćim vremenskim intervalima u odnosu na krajnje ciljeve, odnosno pre njih. To omogućava proaktivno i na predviđanju zasnovano odlučivanje centralne banke o merama monetarne politike.

¹² Centralna banka odlučuje se za jednu ili za drugu opciju s obzirom na to da ove dve veličine ne mogu biti nezavisno određene.

Prelazni ciljevi monetarne politike opredeljuju *monetarni režim (monetary regime)* kao opšti okvir monetarne politike i strategiju monetarnog regulisanja. Monetarni režim predstavlja skup pravila, principa, ciljeva i instrumenata na kojima se zasniva operativni postupak implementacije monetarne politike i način delovanja centralne banke. U teoriji i praksi razlikuju se tri glavna monetarna režima: *targetiranje monetarnih agregata*, *targetiranje deviznog kursa* i *targetiranje inflacije*.

2.2.1. Monetarni režimi

Targetiranje monetarnih agregata je takav monetarni režim u kome centralna banka putem svojih instrumenata nastoji da ostvari ciljnu stopu rasta monetarnih agregata – primarnog novca, novčane mase M1 ili M2, a targetirani monetarni agregat postaje nominalno sidro (*nominal anchor*) ili prelazni cilj (*intermediat target*) monetarne politike.¹³ U režimu *targetiranja deviznog kursa*, centralna banka je spremna da interveniše na deviznom tržištu kupujući ili prodajući devize da bi održala devizni kurs na unapred određenom nivou ili unutar određenog raspona. Devizni kurs služi kao nominalno sidro ili prelazni cilj monetarne politike. *Targetiranje inflacije* podrazumeva javno objavljivanje srednjoročnog numeričkog cilja za inflaciju i institucionalnu posvećenost monetarnih autoriteta ostvarivanju ovog cilja. Dodatne karakteristike ovog režima uključuju učestalu komunikaciju sa javnošću i obaveštavanje o planovima i ciljevima kreatora ekonomske politike u ostvarivanju ciljane stope inflacije. Odluke monetarne politike zasnivaju se na odstupanju projektovane inflacije od oglašenog numeričkog cilja, tako da projektovana inflacija postaje, implicitno ili eksplicitno, prelazni cilj monetarne politike. Najzad, postoje i slučajevi kada zemlja nema eksplicitno određeno nominalno sidro ili prelazni cilj, već se u vođenju monetarne politike prate različiti indikatori.¹⁴

¹³ Definicije monetarnih režima Međunarodnog monetarnog fonda su preuzete sa: International Monetary Fund, (2008)a, „De Facto Classification of Exchange Rate Regime and Monetary Policy Frameworks“, <http://www.imf.org/external/np/mfd/er/2008/eng/0408.htm>, pristup 04.05.2011. Za Međunarodni monetarni fond, monetarni režim predstavlja *opšti okvir monetarne politike (Monetary Policy Framework)*. U literaturi se za monetarni režim sreću još i nazivi *sistem*, *strategija* i *konceptija monetarne politike*.

¹⁴ Ovi režimi u klasifikaciji Međunarodnog monetarnog fonda se vode pod „Ostalo“ (*Other*).

Nasuprot ovim monetarnim režimima istorijski i teorijski nalazi se diskreciona politika agregatne tražnje centralnih banaka razvijenih tržišnih ekonomija koja je vođena 1950 – tih 1960 – tih. Kratkoročni aktivizam centralnih banaka na monetarnom planu, praćen odgovarajućom, diskrecionom fiskalnom politikom, bio je usmeren na upravljanje agregatnom tražnjom u cilju smanjivanja amplituda cikličnih oscilacija ekonomske aktivnosti, stabilizacije autputa i povećanja zaposlenosti i teorijski je bio zasnovan na kejnzijanskoj koncepciji upravljanja agregatnom tražnjom koja je u tom periodu bila dominantna u ekonomskoj teoriji. Monetarnom politikom se nastojalo da se putem kamatne stope s jedne, i kontrole kredita sa druge strane, obezbedi željeni (ekspanzivni ili restriktivni) kontraciklični efekat na ciklične oscilacije ekonomske aktivnosti i rast proizvodnje i zaposlenosti. U praksi, koncept se sveo na stalno podsticanje agregatne tražnje putem ekspanzivne monetarne i fiskalne politike. Koncept je napušten početkom 1970 – tih sa prodorom monetarističke teorije i istovremenom pojavom inflacije i nezaposlenosti u razvijenim tržišnim ekonomijama jer generiše inflaciona očekivanja i u krajnjoj liniji dovodi do porasta inflacije. Umesto na diskreciji, monetarna politika počinje da se zasniva na pravilima i targetiranju monetarnih agregata kao načinu da se ograniči diskrecioni aktivizam centralnih banaka, rast novčane mase i inflaciona očekivanja. Diskreciona politika se vraća na scenu dve decenije kasnije u vidu „ograničene diskrecije“ centralnih banaka u režimu inflacionog targetiranja.

Sa praksom targetiranja kao načinom implementacije monetarne politike centralne banke razvijenih tržišnih ekonomija započele su sredinom 1970 – tih. Od većih razvijenih tržišnih ekonomija, Sjedinjene Američke Države počinju da objavljuju ciljne stope rasta monetarnih agregata 1975. godine, Nemačka i Kanada takođe 1975. godine, Engleska 1976., Francuska 1977. godine. Targetiranje monetarnih agregata bilo je zasnovano na direktnoj kontroli kredita i/ ili rezervi banaka putem operacija na otvorenom tržištu, u kombinaciji sa aktivnom politikom kamatnih stopa. Manje tržišne ekonomije nisu se opredelile za targetiranje monetarnih agregata, već za monetarnu politiku stabilizacije deviznog kursa kroz politiku fiksnog deviznog kursa, ili u odnosu na neku jaku valutu, na primer nemačku marku (Austrija, Holandija, Švajcarska), ili u odnosu na izabranu korpu valuta (Švedska), pri čemu je u ekonomskoj teoriji politika čvrstog deviznog kursa interpretirana kao targetiranje deviznog kursa. (Ćirović, 1989:

276-279). Takođe, veliki broj zemalja u razvoju opredelio se za targetiranje deviznog kursa, u nameri da obezbedi stabilnost deviznih kurseva nakon sloma Breton – Vudskog sistema 1973. godine ili obuzda inflaciju (Argentina, Brazil, 1990 – tih). Posebnu grupu zemalja činile su zemlje u okviru Evropskog monetarnog sistema (European Monetary System – EMS) osnovanog 1979. godine, sa fiksiranim deviznim kursovima u odnosu na sintetičku valutu, evropsku obračunsku jedinicu (European Currency Unit – ECU) u okviru zajedničkog mehanizma deviznog kursa (Exchange Rate Mechanism – ERM).

Targetiranje monetarnih agregata je napušteno kao dominantna monetarna strategija u razvijenim tržišnim ekonomijama tokom 1980 – ih. SAD su počele sa postepenim napuštanjem targetiranja monetarnih agregata 1982. godine a zatim su i druge zemlje smanjile oslanjanje na ovu monetarnu strategiju. Kao osnovni razlog za napuštanje targetiranja monetarnih agregata Fed je naveo da je „... zbog promena u finansijskom sistemu (deregulacija, finansijske inovacije) doslo do promene brzine opticaja novca i nestabilnosti tražnje za novcem, što je targetiranje monetarnih agregata učinilo neefikasnom strategijom.“ (Abel, Bernanke, Croushore 2008: 565) Većina razvijenih tržišnih ekonomija se okreće tržišnom načinu monetarnog regulisanja zasnovanom na kamatnoj stopi i operacijama na otvorenom tržištu. ***Umesto kontrole monetarnih agregata, kredita i kamatnih stopa, centralna banka u novom načinu funkcionisanja kroz operacije na otvorenom tržištu utiče na nivo rezervi banaka, likvidnost na tržištu novca i kratkoročnu kamatnu stopu na tržištu novca, „ciljajući“ kratkoročnu kamatnu stopu kao svoj operativni cilj tako da bude konzistentna sa prelaznim ciljem i/ili krajnjim ciljevima monetarne politike.*** Kratkoročna kamatna stopa treba zatim da obezbedi ravnotežu između ponude i tražnje na tržištu novca, željeni monetarni rast i planiranu stopu inflacije. Usvajanje novog mehanizma delovanja centralne banke kroz kratkoročnu kamatnu stopu odvijalo se uporedo sa prelaskom razvijenih tržišnih ekonomija na monetarni režim targetiranja inflacije tokom decenije 1990 – tih. Režim targetiranja inflacije prve su usvojile početkom 1990 – tih razvijene ekonomije OECD – a: Novi Zeland, Kanada, Izrael, Engleska, Australija.

U režimu targetiranja inflacije, centralna banka umesto da targetira prelazni cilj (rast novčane mase), targetira krajnji cilj – stopu inflacije. Zapravo, centralna banka targetira

projektovanu stopu inflacije: zbog odloženog dejstva mera monetarne politike i lag – ova u transmissionom mehanizmu monetarne politike, odluke monetarne politike o visini kamatne stope zasnivaju se na predviđanjima o budućoj stopi inflacije, odnosno, na projektovanoj stopi inflacije. Ukoliko je projektovana inflacija iznad ciljne stope inflacije, centralna banka povećava ili smanjuje kamatnu stopu a po potrebi deluje i drugim merama monetarne politike. Dejstvo na kamatnu stopu postiže se operacijama na otvorenom tržištu, a željeni nivo kamatne stope postaje *operativni cilj* u sekvenci *instrumenti – operativni ciljevi – prelazni ciljevi – krajnji ciljevi monetarne politike*. Dakle, orijentacija centralne banke na kamatnu stopu kao *operativni cilj* karakteristična je za targetiranje inflacije.

Američki Fed nije zvanično usvojio strategiju targetiranja inflacije, mada je stabilnost cena dugoročni cilj monetarne politike. Nakon napuštanja targetiranja monetarnih agregata, Fed se fokusirao na kamatnu stopu na federalna sredstva (federal funds rate) kao svoj *prelazni cilj*, što je strategija koju još uvek koristi.¹⁵ (Abel, Bernanke, Croushore 2008: 563 -566) Ciljna kamatna stopa – federal funds rate – postiže se operacijama na otvorenom tržištu.¹⁶ Evropska centralna banka (European Central Bank – ECB) primenjuje modifikovani režim targetiranja inflacije, u kome se naglašava uloga novca i kredita u procesu transmisije efekata monetarne politike kroz određivanje takozvane “referentne vrednosti” za stopu rasta monetarnog agregata M3, uz istovremeno praćenje i analizu ostalih monetarnih agregata. (European Central Bank 1999: 29-40).¹⁷

Poznavanje monetarnih režima je od značaja za razumevanje načina na koji centralna banka vodi svoju monetarnu politiku. Osim toga, postoji veza između monetarnih režima i režima deviznog kursa, u smislu da su određeni režimi deviznog kursa kompatibilni sa odgovarajućim monetarnim režimima: prema klasifikaciji

¹⁵ Kamatna stopa na federalna sredstva je kamatna stopa po kojoj depozitne institucije pozajmljuju prekončno bilanse kod Federalnih rezervi drugim depozitnim institucijama.

¹⁶ Hronološki pregled operativnih procedura Fed – a može se naći na internet stranama Fed – a: <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/default.htm> .

¹⁷ Monetarna strategija Evropske centralne banke je predstavljena na internet strani: <http://www.ecb.int/mopo/html/index.en.html> .

Međunarodnog monetarnog fonda¹⁸, u monetarnom režimu *targetiranja deviznog kursa* sprovode se varijante *fiksnog deviznog kursa*, dok se u režimima *targetiranja monetarnih agregata* i u *targetiranja inflacije* mogu sprovoditi režimi *fleksibilnog deviznog kursa* – rukovođeno fluktuirajući devizni kurs i nezavisno fluktuiranje. U okviru režima fiksnog deviznog kursa i fleksibilnog deviznog kursa zemlje članice Međunarodnog monetarnog fonda se zatim opredeljuju za izbor konkretnog deviznog aranžmana u saradnji i koordinaciji sa Fondom.

Svrha klasifikacije Međunarodnog monetarnog fonda je da ukaže na vezu između monetarnog režima i režima deviznog kursa, i s tim u vezi, na uticaj koji izbor režima deviznog kursa ima *na stepen nezavisnosti monetarne politike u ostvarivanju ciljeva unutrašnje ravnoteže* u pojedinim monetarnim režimima. Od režima deviznog kursa koji centralna banka sprovodi zavisi autonomija monetarne politike u ostvarivanju ciljeva unutrašnje ravnoteže: u režimu fiksnog deviznog kursa autonomija monetarne politike je ograničena, u smislu da je monetarna politika je usmerena isključivo na održavanje deviznog kursa, dok je u režimu fleksibilnog deviznog kursa monetarna politika slobodna da se posveti postizanju ciljeva unutrašnje ravnoteže, kao što su cenovna stabilnost i rast zaposlenosti i proizvodnje. Ovo je značajna prednost režima fleksibilnog deviznog kursa i odgovarajućih monetarnih režima, pre svega režima targetiranja inflacije.

Režim targetiranja deviznog kursa, samim tim i režim fiksnog deviznog kursa u različitim varijantama, primenju većinom ekonomije u razvoju i ekonomije sa nastajućim tržištima (emerging and developing economies), kod kojih je devizni kurs ključna cenovna varijabla, od suštinskog značaja za stabilnost cena i stopu inflacije. Razvijene tržišne ekonomije (advanced economies) usvojile su *targetiranje inflacije*, neke u režimu nezavisnog fluktuiranja, a neke u kombinaciji sa rukovođenim fluktuiranjem (sa izuzetkom Sjedinjenih Američkih Država, Japana i Švajcarske, koje se u klasifikaciji Međunarodnog monetarnog fonda vode u režimima pod „Ostalo“, i čije su valute u režimu nezavisnog fluktuiranja). Targetiranje inflacije, u kombinaciji sa rukovođenim fluktuiranjem, pored razvijenih tržišnih ekonomija primenjuju i neke

¹⁸ Klasifikacija se može naći na adresi: <http://www.imf.org/external/np/mfd/er/2008/eng/0408.htm>.

ekonomije u razvoju i ekonomije sa nastajućim tržištima.¹⁹ *Targetiranje monetarnih agregata*, u režimu rukovođeno fluktuirajućeg deviznog kursa, zadržalo se u manjem broju ekonomija u razvoju i ekonomija sa nastajućim tržištima.

2.2.2. Instrumenti monetarne politike

Kada je početkom 1980 – tih u razvijenim tržišnim ekonomijama došlo do promena u načinima monetarnog regulisanja i mehanizmima delovanja monetarne politike, napušteno je neposredno regulisanje kredita i kamatnih stopa od strane centralnih banaka i usvojen novi, tržišni koncept monetarne politike koji se zasniva na kamatnoj stopi kao instrumentu monetarne politike i operacijama na otvorenom tržištu kojima centralna banka neposredno deluje na visinu kamatne stope na novčanom tržištu. Prelazak na novi koncept omogućio je dostignuti nivo u razvoju institucija finansijskog sektora u razvijenim tržišnim ekonomijama (tržište hartija od vrednosti, devizno tržište, novčano tržište). Dotle je već stvorena i takva struktura hartija od vrednosti na finansijskom tržištu koja je mogla da prati ove promene. Tokom 1960 – tih i 1970 – tih u razvijenim tržišnim ekonomijama emitovane su značajne količine državnih hartija od vrednosti koje su zatim poslužile kao osnova za operacije na otvorenom tržištu. Velika količina državnih hartija od vrednosti bila je posledica deficitnog finansiranja države koju je većina razvijenih tržišnih ekonomija praktikovala u prethodnom periodu. U isto vreme, ekonomije u razvoju i ekonomije sa nastajućim tržištima nisu imale razvijene institucije finansijskog sektora, niti tržište hartija od vrednosti, kao ni dovoljnu količinu hartija od vrednosti u prometu da bi mogle da pređu na nove, tržišno orjentisane procedure monetarnog regulisanja zasnovane na operacijama na otvorenom tržištu, tako da se u ovim ekonomijama prelazak na tržišni koncept monetarne politike odvijao sporo. I danas je u velikom broju ekonomija u razvoju i ekonomija sa nastajućim tržištima monetarna politika još uvek zasnovana na konceptima targetiranja monetarnih agregata i kontrole kredita i/ili deviznog kursa.

¹⁹ Među njima i Srbija.

Promene u regulacionim mehanizmima centralnih banaka i orijentacija centralnih banaka na kamatnu stopu kao instrument monetarne politike imale su za posledicu promenu relativnog značaja ostalih instrumenata monetarne politike u procesima monetarnog regulisanja. Smanjen je značaj obaveznih rezervi kao instrumenta monetarne politike a stopa obavezne rezerve je snižena (najčešće, ne više od 10%). Krediti centralne banke zadržali su se u formi kredita za prevazilaženje problema sa likvidnošću. Najvažniji instrument monetarne politike postala je kamatna stopa na tržištu novca. Kamatne stope centralne banke (kao što je diskontna stopa u američkom sistemu, ili kamatne stope na *stalne olakšice* u evropskom sistemu) koriste se da se postigne željeni efekat na kamatne stope banaka i na likvidnost bankarskog sistema. Tako na primer, instrumenti monetarne politike američkog Sistema federalnih rezervi su: operacije na otvorenom tržištu (kojima se postiže željeni nivo kamatne stope na federalna sredstva – federal funds rate), diskontna stopa (kamatna stopa na zajmove od „Diskontnog šaltera“ – Discount window za prevazilaženje problema sa likvidnošću) i obavezna rezerva (iznos sredstava koja depozitna institucija mora da drži kao rezervu u odnosu na svoje depozitne obaveze).²⁰ Instrumenti Evropske centralne banke su: operacije na otvorenom tržištu, obavezna rezerva (minimum rezervi) i *stalne olakšice* – depozitne i kreditne olakšice. Pod *depozitnim olakšicama* (*deposit facilities*) podrazumeva se mogućnost deponovanja viškova likvidnih sredstava banaka kod centralne banke uz plaćanje odgovarajuće kamate, a pod *kreditnim olakšicama* (*marginal lending facilities*) mogućnost zaduženja banaka kod centralne banke za obezbeđenje prekonoćne likvidnosti na osnovu odgovarajuće zaloge. Ove olakšice u sistemu Evropske centralne banke se zovu *stalne olakšice* (*standing facilities*) jer su uvek dostupne. U pitanju su stalno otvoreni kreditni kanali koje banke mogu koristiti prema potrebi za prevazilaženje problema sa likvidnošću („za obezbeđenje prekonoćne likvidnosti“) ili pak za deponovanje viškova sredstava („za prekonoćne depozite kod nacionalne centralne banke“). Kamatne stope na stalne olakšice predstavljaju takozvani „koridor kamatnih stopa“ u smislu da je njima određena najviša i najniža vrednost prekonoćne kamatne stope na tržištu novca.²¹

²⁰ Instrumenti monetarne politike predstavljeni su na Internet stranama Fed – a: <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/default.htm> (videti pod Policy Tools).

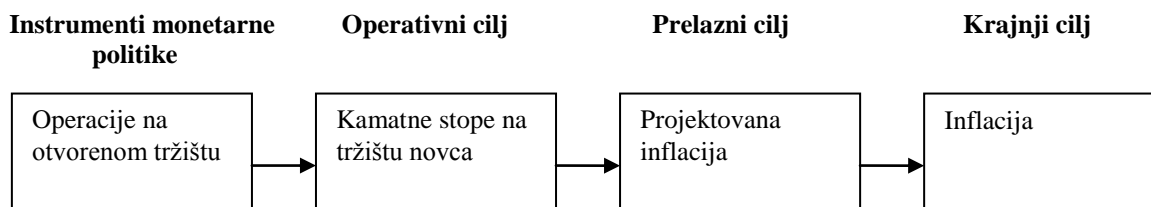
²¹ Instrumenti monetarne politike Evropske centralne banke predstavljeni su na Internet strani Evropske centralne banke: <http://www.ecb.europa.eu/mopo/intro/operational/html/index.en.html>

U teoriji, izbor instrumenata monetarne politike svodi se na problem izbora između kamatne stope i ponude novca kao dve strategije monetarnog regulisanja, dva alternativna koncepta monetarne politike – **koncept kontrole ponude novca** (karakterističan za režim targetiranja monetarnih agregata) i savremeni, **tržišni koncept**, koji je orjentisan na kamatnu stopu na tržištu novca kao instrument monetarne politike (gde centralna banka targetira kamatnu stopu tako da bude konzistentna sa planiranom stopom inflacije). Sa stanovišta ekonomske teorije, orijentacija na kamatnu stopu kao instrument monetarne politike je u skladu sa kejnzijanskom teorijom i koncepcijom monetarne politike koja naglašava značaj kamatne stope i tražnje za novcem. Alternativa kamatnoj stopi je ponuda novca kao instrument monetarne politike. U teoriji se ponuda novca kao instrument monetarne politike sreće u konceptu LM krive koja opisuje ravnotežu na tržištu novca i u monetarističkoj koncepciji monetarne politike koja naglašava značaj ponude novca i regulisanja monetarnih agregata.

U kom smislu je kamatna stopa na tržištu novca instrument monetarne politike, kada je prethodno rečeno da joj u sekvenci **instrumenti – operativni ciljevi – prelazni ciljevi – krajnji ciljevi** pripada mesto **operativnog cilja**? Kada centralna banka putem operacija na otvorenom tržištu deluje na visinu kamatne stope, ukoliko je kamatna stopa na nivou višem od ciljanog, centralna banka kroz operacije na otvorenom tržištu kupuje hartije od vrednosti. Ukoliko je kamatna stopa na nivou nižem od ciljanog, centralna banka vrši prodajne operacije.²² S obzirom na to da je centralna banka u stanju da utiče na visinu kamatne stope, te da je kamatna stopa sredstvo kojim se želi postići određeni cilj (dejstvo na inflaciju), kamatna stopa, inače operativni cilj monetarne politike, može se posmatrati kao instrument monetarne politike. Zapravo, stvarni instrument centralne banke su operacije na otvorenom tržištu, ali kako one služe da bi se postigao željeni nivo kamatne stope, kamatna stopa se može posmatrati kao pravi instrument monetarne politike.

²² Na koji način se u praksi odvija ovaj proces? Na primer, u slučaju SAD – a „...operacije na otvorenom tržištu izvode se jednom dnevno, tako da stvarna kamatna stopa na federalna sredstva dnevno neznatno fluktuiraju oko ciljane stope... centralna banka ne interveniše na tržištu kontinuirano, već obično procenjuje tražnju za rezervama i dodaje ili oduzima rezerve banaka da postigne ciljane međubankarsku kamatnu stopu. Pošto su ove operacije zasnovane na projekcijama rezervi i pošto se stvarna tražnja za rezervama može razlikovati od projekcija, stvarna vrednost kamatne stope može se razlikovati od cilja. Međutim, intervenišući dnevno, centralna banka može da održi ovo odstupanje na sasvim niskom nivou.“ (Walsh, 2003: 468-470). Ovo je primer kako u praksi centralna banka „određuje“, „targetira“ ili „stabilizuje“ kamatnu stopu na nivou ciljane stope“.

Danas većina centralnih banaka razvijenih tržišnih ekonomija koje su u režimu targetiranja inflacije koristi kamatnu stopu kao svoj operativni cilj. U tom slučaju, puna sekvenca *instrumenti – operativni ciljevi – prelazni ciljevi – krajnji ciljevi* izgleda na sledeći način.²³



Slika I-1 Operativni postupak implementacije monetarne politike u režimu targetiranja inflacije

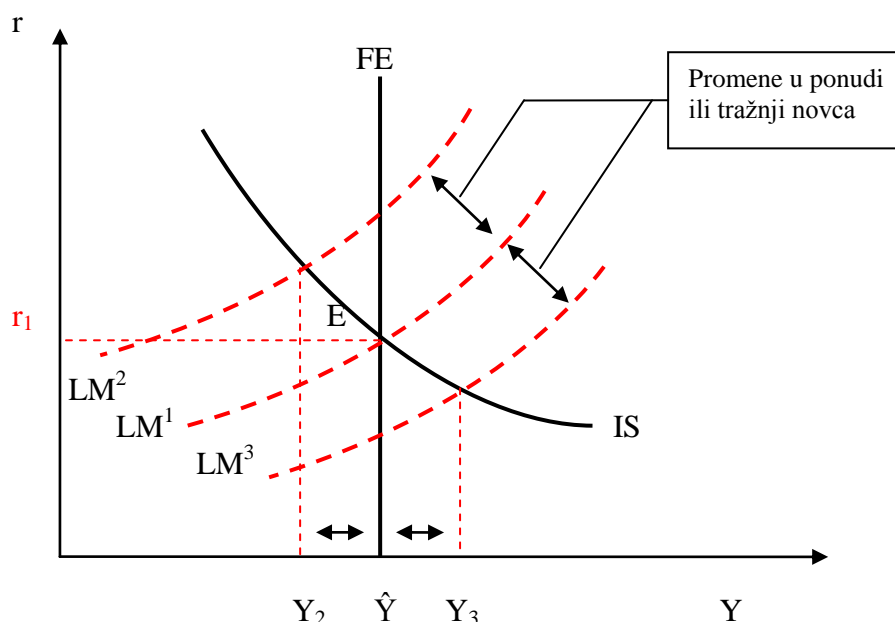
U režimu targetiranja inflacije, kamatna stopa je operativni cilj. Prelazni cilj je projektovana stopa inflacije. Ukoliko je projektovana stopa inflacije iznad ciljane stope (ili iznad ciljanog raspona, ako je tako određeno), centralna banka kroz operacije na otvorenom tržištu utiče na povećanje kamatne stope (prodajne operacije, restriktivna monetarna politika). Ukoliko je projektovana inflacija ispod ciljane stope (ciljanog raspona), centralna banka utiče na smanjivanje kamatne stope (kupovne operacije, ekspanzivna monetarna politika). Tako je kamatna stopa na tržištu novca, inače operativni cilj centralne banke, zapravo instrument monetarne politike kojim se utiče na stopu inflacije. Konkretni instrument su operacije na otvorenom tržištu, pomoću kojih centralna banka deluje na visinu kamatne stope na novčanom tržištu. Centralna banka po potrebi deluje i drugim instrumentima monetarne politike.²⁴

²³ Po ugledu na: Narodna banka Srbije, http://www.nbs.rs/internet/cirilica/30/30_4/index.html, pristup 09.06.2011.

²⁴ Veza između instrumenata i prelaznih ciljeva u ovoj sekvenci je kvantitativno izražena kroz pravilo monetarne politike. Pravilo monetarne politike predstavlja način na koji je instrument ekonomske politike (kamatna stopa) određen. (Walsh, 2003: 352) U praksi, pravilo monetarne politike, najčešće u obliku neke od varijanti *Tejlorovog pravila (Taylor rule)*, definisano je u formi „funkcije reakcije monetarne politike“ koja opisuje kako centralna banka na osnovu odstupanja projektovane od targetirane inflacije i autput gap - a donosi odluke o visini kamatne stope. O funkciji reakcije monetarne politike videti u Sutherland, D. (2010), “Monetary Policy Reaction Functions in the OECD”, *OECD Economics Department Working Papers*, No. 761, OECD Publishing, <http://dx.doi.org/10.1787/5kmfwj7z6d7j-en> . Funkcija reakcije monetarne politike za Srbiju predstavljena je u: Đukić M., Momčilović J., Trajčev Lj., (2010), Model za srednjoročne projekcije Narodne banke Srbije, *Narodna banka Srbije, Stručni radovi*, 2010, http://www.nbs.rs/export/sites/default/internet/latinica/90/90_0/2011_17_MDj_JM_LjT.pdf

Normativne preporuke u pogledu izbora između kamatne stope i ponude novca kao dva alternativna instrumenta monetarne politike imaju u vidu uzroke poremećaja koja pogađaju ekonomiju: ukoliko je ekonomija pretežno pod uticajem nominalnih šokova (nestabilnost tražnje za novcem i/ili promene monetarnog multiplikatora na strani ponude novca, što se manifestuje u pomeranju LM krive), orijentacija na kamatnu stopu je bolja strategija jer se njome postiže veća stabilnost ekonomije. Ukoliko ekonomiju pogađaju šokovi tražnje (na primer, promena neke od komponenti agregatne tražnje, što prouzrokuje pomeranje IS krive), targetiranje monetarnih agregata je bolja opcija kojom se stabilizuju cene i autput. Na sledećim grafikonima su prikazana ova dva slučaja.²⁵

Grafik I-8 Targetiranje kamatne stope u uslovima nominalnih šokova



Grafik I-8 prikazuje ekonomiju pogođenu nominalnim šokovima. Linija FE predstavlja ravnotežu na tržištu rada (kada je tržište rada u ravnoteži, zaposlenost je na nivou pune zaposlenosti i autput je jednak autputu na nivou pune zaposlenosti \hat{Y}). Promene u ponudi ili tražnji novca dovode do pomeranja krive LM^1 između LM^2 i LM^3 , što ima za posledicu pomeranje agregatne tražnje između Y_2 i Y_3 i nepoželjne ciklične fluktuacije u ekonomiji. Politika centralne banke u kojoj centralna banka nastoji da održi kamatnu

²⁵ Grafikoni su dati prema (Abel, Bernanke, Croushore, 2008: 547-550). Problem izbora između kamatne stope i ponude novca kao dva instrumenta monetarne politike u analitičkom obliku je formulisan i rešen u Poole (1970). Interpretacija ovog rada se može naći u okviru dela "The Instrument Choice Problem" u (Walsh, 2003: 432 – 436).

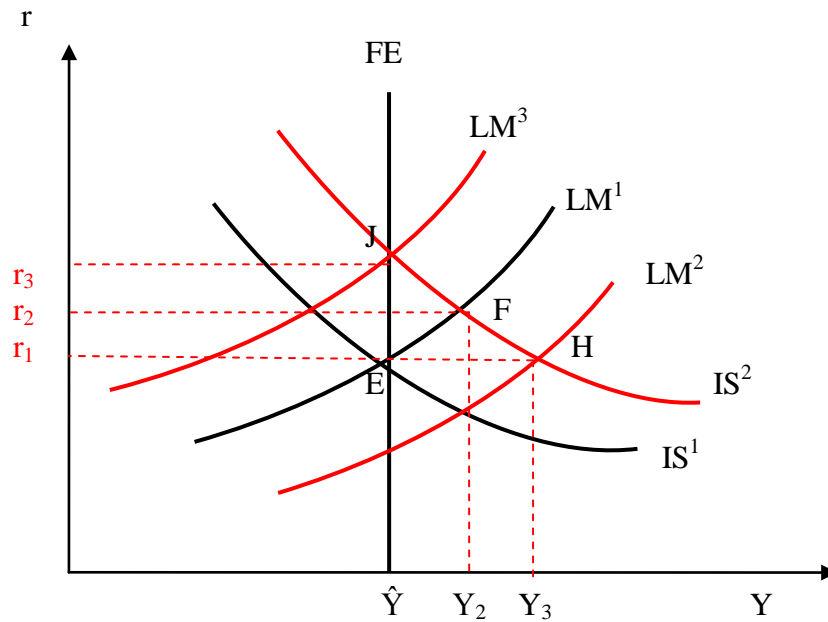
stopu na nivou r_1 , povećavajući novčanu masu (monetarnu bazu) kad god je kamatna stopa iznad r_1 i smanjujući novčanu masu (monetarnu bazu) kad god kamatna stopa padne ispod r_1 , zadržaće u isto vreme i ekonomiju na nivou pune zaposlenosti u tački E. Stabilizacija kamatne stope na ciljnom nivou, dakle, ima za posledicu u isto vreme i stabilizaciju autputa.

Praktično, ovakva politika, odnosno usmerenost na kamatnu stopu kao instrument ekonomske politike, obezbeđuje stabilizaciju autputa. Ovo je jedan od najvažnijih argumenata u korist targetiranja kamatne stope kao strategije monetarne politike i jedan od razloga zbog kojih su razvijene tržišne ekonomije napustile strategiju targetiranja monetarnih agregata.²⁶ Još jedan značajan razlog za napuštanje targetiranja monetarnih agregata i koncept kontrole ponude novca bila je nestabilnost tražnje za novcem i kolebanje u kamatnim stopama sa kojima su se razvijene tržišne ekonomije suočile tokom 1970-tih i početkom 1980-tih. U situaciji nestabilnosti tražnje za novcem, kada bi centralna banka fiksirala ponudu novca, došlo bi do visoke kolebljivosti kamatne stope (što se u više mahova i dešavalo). Praktičnije je fiksirati kamatnu stopu i pustiti da se ponuda novca po potrebi automatski prilagođava. (Krugman, Obstfeld, 2010:376)

Na Grafiku I-9 prikazano je targetiranje kamatne stope kada je ekonomija pogođena šokom koji pomera IS krivu. Na grafiku je prikazan pozitivan šok koji pomera IS krivu na desno, nastao, na primer, kao posledica promene inostrane tražnje. U ovom slučaju, targetiranje monetarnih agregata je poželjnija strategija kojom se postiže stabilnost cena i autputa.

²⁶ Smatra se da je ovakva politika, odnosno usmerenost na kamatnu stopu kao instrument monetarne politike i uopšte, ispravna monetarna politika u velikoj meri zaslužna za ublažavanje cikličnih fluktuacija u razvijenim tržišnim ekonomijama. (OECD, 2010: 12, 23)

Grafik I-9 Targetiranje kamatne stope u uslovima IS šoka



Kao posledica pozitivnog šoka na strani agregatne tražnje došlo je do pomeranja IS krive na desno i naviše od IS^1 na IS^2 . Ukoliko centralna banka ne bi intervenisala, ekonomija bi se pomerila iz tačke E u tačku F, došlo bi do rasta autputa na Y_2 i rasta kamatne stope na kratak rok na r_2 , a nivo cena bi porastao na dugi rok. Politika centralne banke kojom bi centralna banka u nastojanju da održi kamatnu stopu na nivou r_1 povećala ponudu novca, prouzrokovala bi pomeranje krive LM u položaj LM^2 , rast autputa na kratak rok na Y_3 (tačka H) i ponovo rast cena na dugi rok. Jedini način da se održi nivo pune zaposlenosti i spreči rast cena (što se postiže u tački J) je da se smanji ponuda novca, što dovodi do pomeranja krive LM^1 na više i u levo u položaj LM^3 i ima za posledicu rast kamatne stope na r_3 . Iako pod pritiskom agregatne tražnje, centralna banka ovde zadržava ponudu novca na željenom nivou, dozvoljavajući kamatnoj stopi da raste. Dakle, u slučaju šokova tražnje koji imaju za posledicu pomeranje IS krive, da bi održala stabilnost cena i autputa centralna banka mora da odustane od targetiranja kamatne stope i da prihvati kamatnu stopu na višem nivou. Optimalna strategija koja obezbeđuje stabilnost autputa i cena je targetiranje ponude novca.

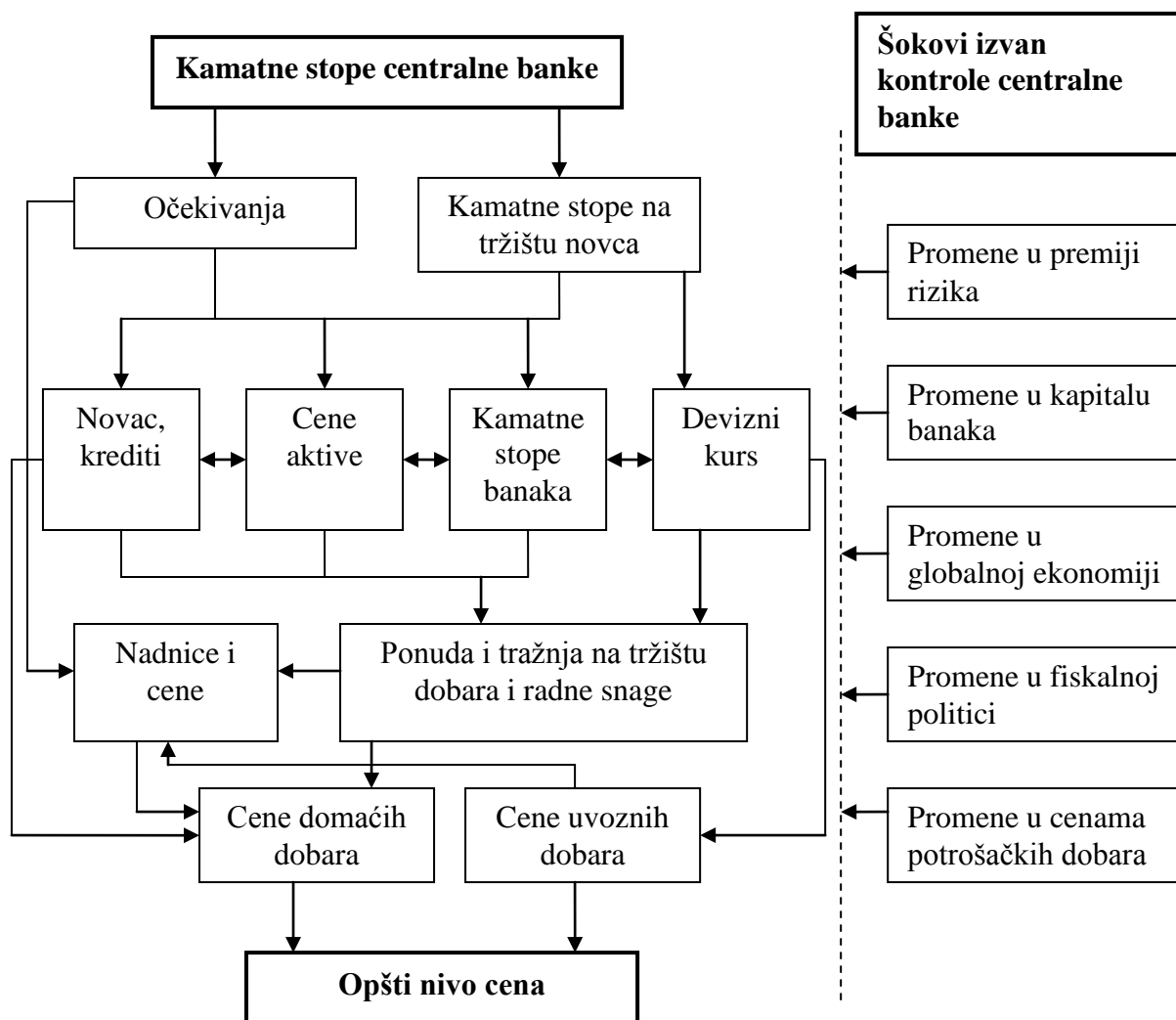
2.2.3. Transmisioni mehanizam monetarne politike

Operativni postupak implementacije i konkretan izbor instrumenata monetarne politike u jednoj ekonomiji zavisice od transmisionih mehanizama monetarne politike koji deluju u konkretnoj ekonomiji. Poznavanje ovih mehanizama važno je da bi se odredio skup instrumenata kojima se može delovati. **Transmisioni mehanizam monetarne politike je kompleksan proces preko koga monetarna politika utiče na agregatnu tražnju, proizvodnju i cene.** Transmisioni mehanizam monetarne politike deluje kroz sledeće kanale: **kanal kamatnih stopa, kanal deviznog kursa, kanal cena aktive i kreditni kanal.**

U razvijenim tržišnim ekonomijama najvažniji kanal transmisionog mehanizma monetarne politike je **kamatni kanal**, koji omogućava delovanje monetarne politike kroz kamatnu stopu. Efekat dejstva kamatne stope prenosi se sa tržišta novca na finansijsko tržište, a zatim na tržište roba i usluga i na cene. U razvijenim tržišnim ekonomijama značajan je i **kreditni kanal**, zbog čega se naglašava važnost analize monetarnih agregata i veza između novca, kredita i inflacije. **Kanal cena aktive** je takođe karakterističan za razvijene tržišne ekonomije, koje imaju razvijena tržišta finansijske i realne aktive.

U ekonomijama u razvoju i ekonomijama sa nastajućim tržištima kreditni i kamatni kanal nisu u toj meri razvijeni, tako da je izbor instrumenata usmeren na ona sredstva i instrumente kojima se može delovati u datim uslovima. U ovim zemljama, **kanal deviznog kursa** je najvažniji. Monetarna politika na devizni kurs utiče kroz mere devizne kontrole ili, u onim zemljama koje su prešle na tržišni koncept, putem operacija na deviznom tržištu. Ostali instrumenti monetarne politike (kamatne stope centralne banke, obavezna rezerva, operacije na otvorenom tržištu) u ovim ekonomijama koriste se prema potrebi i u zavisnosti od mogućnosti.

Kanali transmisionog mehanizma monetarne politike, njihova povezanost i mehanizam transmisije efekata monetarne politike prikazani su u modelu na Slici I-2.



Slika I-2 Transmisioni mehanizam monetarne politike I

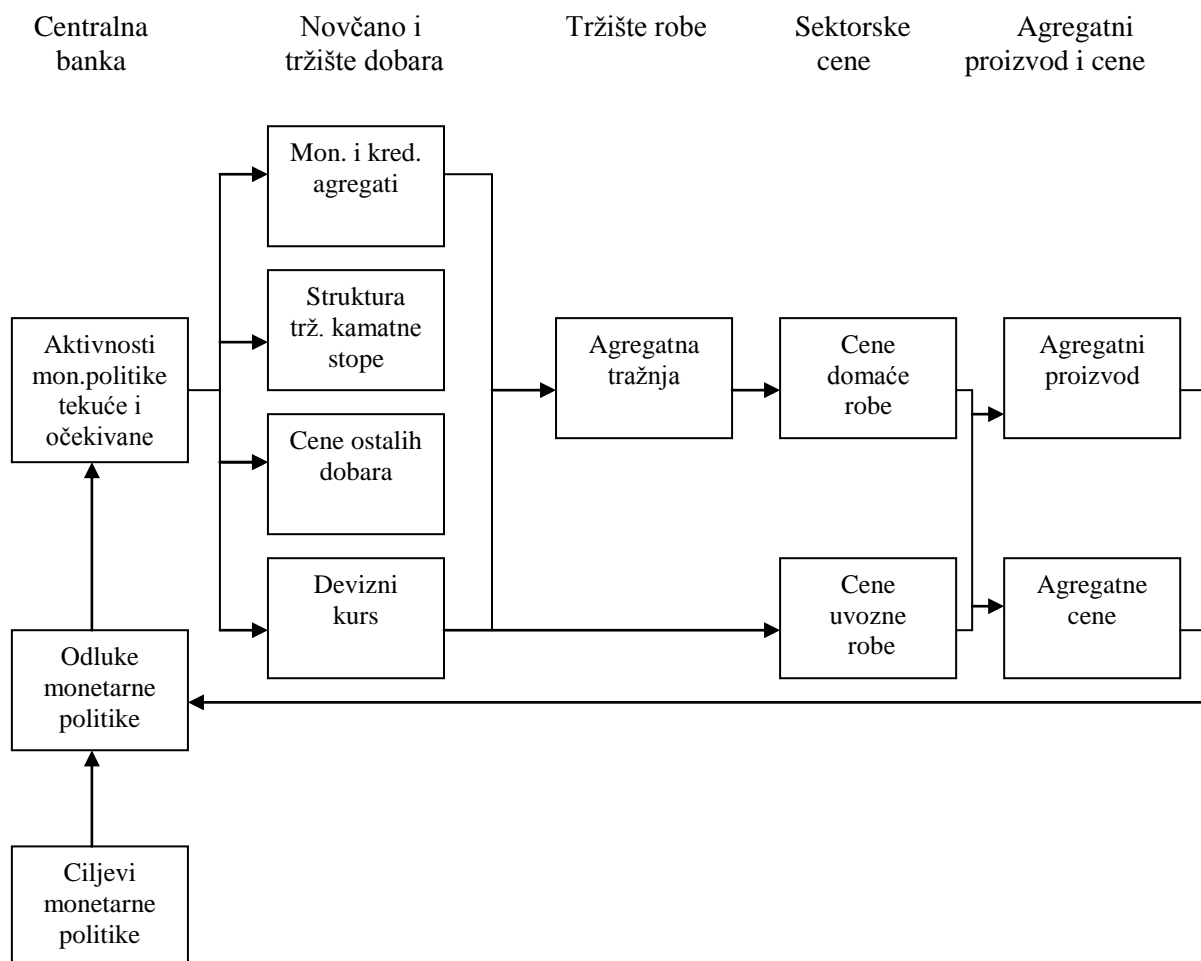
Izvor: Evropska centralna banka,
<http://www.ecb.europa.eu/mopo/intro/transmission/html/index.en.html>

Model ilustruje kako se efekti promene kamatnih stopa centralne banke prenose sa tržišta novca na finansijsko tržište i kako se na kraju odražavaju na nominalnu potrošnju i na cene.²⁷ Proces transmisije odvija se u dve faze: „U prvoj fazi, kamatna stopa deluje preko tržišta novca na finansijsko tržište, što se odražava na promene tržišnih kamatnih stopa (na finansijskom tržištu), deviznog kursa, cena aktive i opštih uslova likvidnosti i kreditiranja u ekonomiji. U drugoj fazi, promene na finansijskom tržištu vode

²⁷ Ovde se pod „kamatnim stopama centralne banke“ misli na kamatne stope na stalne olakšice Evropske centralne banke koje formiraju tzv. „koridor kamatnih stopa“ odnosno gornju i donju granicu za kratkoročnu kamatnu stopu na tržištu novca.

promenama u nominalnoj potrošnji dobara i usluga domaćinstava i firmi i na kraju se odražavaju na opšti nivo cena.“ „Na dugi rok, ove nominalne promene neće imati uticaja na realni sektor ekonomije već samo na opšti nivo cena. Na kratak rok, međutim, promene u nominalnoj potrošnji mogu imati značajan uticaj na realnu ekonomsku aktivnost. U kojoj meri, zavisice od rigidnosti cena i opšte fleksibilnosti ekonomije.“²⁸ (European Central Bank, 2000:43)

Ovaj efekat nominalnih promena na realnu ekonomsku aktivnost je posebno izdvojen i postupno prikazan kao sekvenca **agregatna tražnja – cene domaće robe – agregatni proizvod** u sledećem modelu na Slici I-3.



Slika I-3 Transmisioni mehanizam monetarne politike II

Izvor: Narodna banka Srbije,

http://www.nbs.rs/export/sites/default/internet/latinica/30/30_6/shema.pdf

²⁸ Evropska centralna banka zastupa stavove o dugoročnoj neutralnosti novca, te da je inflacija isključivo monetarni fenomen, o čemu videti na <http://www.ecb.europa.eu/mopo/intro/role/html/index.en.html>.

Prvi model, prikazan na Slici I-2 polazi od promene kamatnih stopa centralne banke i kamatne stope na tržištu novca i ilustruje mehanizam monetarnog regulisanja koji postoji u razvijenim tržišnim ekonomijama, kada centralna banka koristi kamatnu stopu na tržištu novca kao instrument monetarne politike. Drugi model, prikazan na Slici I-3 je nešto opštiji. U ovom modelu, odluke monetarne politike obuhvataju sve instrumente monetarne politike, i ne odnose se samo na promene kamatnih stopa, što bolje odražava način monetarnog regulisanja u ekonomijama u razvoju i ekonomijama sa nastajućim tržištima, gde tržište novca nije u toj meri razvijeno i gde se centralne banke u velikoj meri oslanjaju i na druge instrumente ekonomske politike. U prvom modelu istaknut je značaj uticaja šokova izvan kontrole centralne banke (pristup u analizi u kome se promene tretiraju kao „šokovi“, naročito ako dolaze izvan regulisanog sistema), dok je u drugom modelu ukazano na povratan uticaj ekonomske aktivnosti i cena na monetarnu politiku (naglašava se „povratan uticaj“ kao deo analize, što je način posmatranja i analize koji možda više odgovara ekonomijama u razvoju i ekonomijama sa nastajućim tržištima). Kanali transmisije su isti u oba modela: **kanal kamatnih stopa, kanal deviznog kursa, kanal cena aktive i kreditni kanal.**

Kanal kamatnih stopa deluje tako što promene kamatnih stopa centralne banke utiču na kamatne stope na tržištu novca, a zatim, na kamatne stope banaka na finansijskom tržištu. Promene u nominalnim kamatnim stopama utiču na promene u realnim kamatnim stopama u zavisnosti od očekivane stope inflacije.²⁹ Kratkoročne realne kamatne stope utiču na dugoročne realne kamatne stope. Dugoročne realne kamatne stope su te koje su ključne za odluke ekonomskih subjekata o potrošnji i investicijama. Tako, niske realne kamate podstiču investicije i potrošnju i povećavaju agregatnu tražnju, dok rast agregatne tražnje „gura“ autput i cene na više. Ovo je najznačajniji kanal monetarnog transmisionog mehanizma u razvijenim tržišnim ekonomijama.

Kroz **kanal deviznog kursa** prenose se efekti promene kamatnih stopa na devizni kurs, agregatnu tražnju i cene. Promene u kamatnim stopama utiču na devizni kurs tako što porast kamatnih stopa dovodi do apresijacije valute. Obrnuto se dešava u slučaju snižavanja kamatnih stopa, kada dolazi do depresijacije valute. Promena deviznog kursa

²⁹ Nominalna kamatna stopa jednaka je zbiru realne kamatne stope i očekivane stope inflacije, navesti kao izvor neku makroekonomiju.

utiče zatim na izvoz, tražnju i cene. Na primer, realna depresijacija čini domaća dobra manje skupim izraženo u inostranoj valuti, što povećava inostranu tražnju i izvoz. U isto vreme, rastu cene uvoznih proizvoda izraženo u domaćoj valuti, kao i cene uvoznih dobara koja se koriste kao inputi u proizvodnji, što utiče na troškove proizvodnje i promene proizvođačkih cena, i u krajnjoj liniji, na domaće cene i inflaciju. Kanal deviznog kursa je najznačajniji kanal transmisije u malim otvorenim ekonomijama – ekonomijama u razvoju i ekonomijama sa nastajućim tržištima koje imaju veliki obim spoljnotrgovinske razmene sa inostranstvom.

Kanal cena aktive deluje tako što promene kamatnih stopa utiču na vrednost finansijske aktive (kao što su akcije i druge hartije od vrednosti) i realne aktive (imovina, nekretnine). Niske kamatne stope smanjuju troškove kapitala, povećavaju investicije, budući dohodak/profit firmi, cenu akcija i vrednost aktive. Promena vrednosti aktive, kao što je rast vrednosti akcija ili nekretnina, ima efekat na rast bogatstva i potrošnje. Veće bogatstvo znači veću potrošnju, a u kojoj meri, zavisiće od sklonosti potrošnji i zastupljenosti pojedinih oblika aktive u portfolijima. Ovaj kanal je karakterističan za ekonomije koje imaju razvijena tržišta aktiva, odnosno za razvijene tržišne ekonomije.

Kreditni kanal je značajan u zemljama gde banke imaju naglašenu ulogu u finansijskom sistemu. Snižavanje kamatnih stopa ima za posledicu rast rezervi i depozita banaka. Rastu ponuda kredita, investicije i potrošnja. Postoji još jedan efekat snižavanja kamatnih stopa: niske kamatne stope podižu vrednost akcija, raste bilansna vrednost firmi, što firmama olakšava pristup kreditima i povećava investicionu potrošnju (u literaturi se ovaj efekat izdvaja kao poseban kanal transmisije u okviru kreditnog kanala, takozvani „bilansni kanal“) Kreditni kanal je izuzetno značajan u razvijenim tržišnim ekonomijama.

Pored navedenih kanala monetarnog transmissionog mehanizma, u procesu transmisije efekata monetarne politike značajna su i **inflaciona očekivanja** (videti Sliku I-2). Inflaciona očekivanja direktno utiču na odluke o cenama u procesu ugovaranja cena i nadnica tako što su očekivanja o budućoj stopi inflacije unapred ugrađena u cene i nadnice. Pomoću kamatnih stopa, signalizirajući pravac monetarne politike, centralna

banka utiče na formiranje cena u procesu ugovaranja cena i nadnica tako što „usidrava“ očekivanja ekonomskih subjekata o budućoj stopi inflacije.

Krajnji rezultat delovanja mehanizma monetarne transmisije je taj da, pod uticajem mera monetarne politike, promene na finansijskom tržištu i u cenama finansijske i realne aktive vode promenama u potrošnji. Dok potrošnja raste, rast agregatne tražnje vrši pritisak na cene i utiče na proizvodnju. Kojom brzinom će se promene u potrošnji preneti na proizvodnju i cene zavisice od rigidnosti cena i fleksibilnosti ekonomije: *„Brzina kojom se promene u potrošnji prenose na pritisak na cene zavisi od stepena rigidnosti nominalnih cena i šire, od fleksibilnosti same ekonomije. Na dugi rok, nivo outputa je određen faktorima na strani ponude, kao što su tehnologija, kapital i radna snaga. Ovaj dugoročni nivo outputa (ili potencijalni output) može varirati tokom vremena pod uticajem mnogih faktora... Na kratak rok, međutim, radna snaga može biti korišćena manje ili više intenzivno kroz prekovremeni rad i dodatne smene i tako dalje. Uz to, kapital može biti korišćen manje ili više intenzivno kroz prilagođavanje stepena iskorišćenosti kapaciteta. U svakom slučaju, u normalnim okolnostima, povećanje agregatne tražnje iznad potencijalnog outputa teži da proizvede uska grla u ekonomiji, što podstiče inflatorne pritiske“.*³⁰ (European Central Bank, 2000: 57) I drugi faktori mogu imati uticaja na agregatnu tražnju, proizvodnju i cene: iznenadne promene u inostranoj tražnji, rast državne potrošnje, globalni ekonomski šokovi. U prvom prikazanom modelu ovi faktori obuhvaćeni su pod „Šokovi izvan kontrole centralne banke“.

Transmisioni mehanizam monetarne politike je spor i karakterišu ga dugački, promenljivi i neizvesni lag-ovi. Procenjuje se da je potrebno više meseci pa i kvartala da bi se osetili efekti mera monetarne politike. U istraživanju Evropske centralne banke ocenjeno je da je neočekivani, privremen rast kratkoročne kamatne stope (kamatne stope na tržištu novca) praćen privremenim padom outputa nakon dva kvartala, dok su

³⁰ U empirijskim istraživanjima i analizama agregatna tražnja aproksimira se proizvodnim jazom, koji predstavlja odstupanje stvarnog od potencijalnog proizvoda. Potencijalni proizvod predstavlja se dugoročnim trendom, a proizvodni jaz (output gap) kao razlika između stvarnog proizvoda i potencijalnog proizvoda prikazanog dugoročnim trendom. Proizvodni jaz koristi se u analizama kao mera pritiska agregatne tražnje na cene: što je ovaj jaz veći, što je veće odstupanje stvarnog od potencijalnog proizvoda, veći je pritisak agregatne tražnje na cene.

cene znatno sporije i počinju značajnije da padaju tek nakon šest kvartala. (European Central Bank, 2000: 56)³¹

2.3. Politika deviznog kursa

Politiku deviznog kursa, kao i monetarnu politiku, vodi centralna banka. Ove dve politike su povezane u smislu da se politika deviznog kursa ne može voditi nezavisno od monetarne politike, i obrnuto. Vođenje politike deviznog kursa od strane centralne banke podrazumeva intervencije na deviznom tržištu, kupovinu i prodaju deviza, što dovodi do promena u nivou deviznih rezervi. Pri tome, svaki porast deviznih rezervi dovodi do rasta ponude novca, odnosno do rasta primarnog novca koji se zatim kroz proces monetarne multiplikacije prenosi i na druge novčane agregate. Sa druge strane, mere monetarne politike, na primer promene kamatnih stopa, odražavaju se na devizni kurs, a zatim se preko kanala deviznog kursa prenose dalje na cene i ekonomsku aktivnost. Neophodna je dakle koordinacija ovih politika.

Politika deviznog kursa podrazumeva rešavanje mnogih značajnih pitanja u vezi sa deviznim kursom.³² Prvo i najvažnije pitanje politike deviznog kursa je izbor režima deviznog kursa, odnosno izbor između fiksnog i fleksibilnog deviznog kursa (ili pak rukovođeno fluktuirajućeg kursa, kao varijante fluktuirajućeg deviznog kursa), a zatim sledi izbor konkretnog deviznog aranžmana u okviru odgovarajućeg režima deviznog kursa. Izbor između fiksnog i fleksibilnog deviznog kursa je u tesnoj vezi sa monetarnim režimom za koji se zemlja opredeljuje: već je rečeno (na strani 44 rada) da postoji veza između monetarnih režima i režima deviznog kursa, u smislu da su određeni režimi deviznog kursa kompatibilni sa odgovarajućim monetarnim režimima.

³¹ Ovo je rezultat za period 1980-1998. godine. Novija istraživanja, izvršena za period nakon 1999. godine, pokazuju da nije došlo do većih promena u načinu na koji monetarna politika utiče na ekonomsku aktivnost i cene, mada neki od rezultata ukazuju da je uticaj na ekonomsku aktivnost nešto manji, a da cene reaguju nešto brže (European Central Bank, 2000: 91).

³² Politika deviznog kursa je obimna problematika koja zadire u oblasti spoljnotrgovinske politike i politike platnog bilansa pa će zbog toga ovde biti razmotrena samo najvažnija pitanja koja se tiču ciljeva i primene politike deviznog kursa, izbora između fiksnog i fleksibilnog deviznog kursa i izbora konkretnog deviznog aranžmana, faktora koji utiču na taj izbor i posledica izbora. Zatim će u trećem delu rada biti ukazano na vezu između monetarne i fiskalne politike i politike deviznog kursa i razmotrena primena politike deviznog kursa u kontradiktivne svrhe.

U monetarnom režimu *targetiranja deviznog kursa* sprovode se varijante *fiksnog deviznog kursa*, dok se u režimima *targetiranja monetarnih agregata* i u *targetiranja inflacije* mogu sprovoditi režimi *fleksibilnog deviznog kursa* – rukovođeno fluktuirajući devizni kurs i nezavisno fluktuiranje. *Operativni deo* politike deviznog kursa, zatim, sastoji se u upravljanju promenama deviznog kursa u skladu sa izabranim deviznim aranžmanom i koordinaciji sa merama monetarne politike kao što su operacije na otvorenom tržištu, stopa obavezne rezerve i druge mere.

Prema klasifikaciji deviznih aranžmana i monetarnih režima Međunarodnog monetarnog fonda³³, monetarni režim targetiranja deviznog kursa obuhvata sledeće devizne aranžmane u okviru režima fiksnog deviznog kursa: aranžman u kome zemlja odustaje od sopstvene valute i prihvata inostranu valutu kao zakonsko sredstvo plaćanja (*Exchange rate regime with no separate legal tender*), aranžman valutnog odbora (*Currency board arrangement*), režime fiksiranog deviznog kursa sa ili bez određenog okvira (*Fixed peg arrangements with or without bands*) i puzajući devizni kurs sa ili bez okvira (*Crawling peg with or without bands*). U režimu targetiranja monetarnih agregata i u režimu targetiranja inflacije mogu se sprovoditi rukovođeno fluktuirajući devizni kurs (*Managed floating*) i nezavisno fluktuiranje (*Independent floating*). Ovi aranžmani mogu se sprovoditi i u monetarnim režimima koje Međunarodni monetarni fond klasifikuje pod „Ostalo“ (*Other*), kada zemlja nema eksplicitno određeno nominalno sidro monetarne politike već se u vođenju ekonomske politike prate različiti indikatori.

2.3.1. Izbor režima deviznog kursa

Izbor između režima fiksnog i režima fleksibilnog deviznog kursa zavisiće od više faktora. I jedan i drugi režim imaju svoje prednosti i nedostatke. U režimu fiksnog deviznog kursa, centralna banka interveniše na deviznom tržištu kupovinom i prodajom deviza kako bi zadržala devizni kurs na određenom nivou. Kada se govori o režimu fiksnog deviznog kursa, ističe se da ovaj režim deviznog kursa može povećati

³³ Klasifikacija se može naći na adresi: <http://www.imf.org/external/np/mfd/er/2008/eng/0408.htm>.

kredibilitet ekonomske politike, doprineti da se smanji inflacija i stabilizuju uslovi međunarodne razmene, da podstiče razmenu, investicije i realan privredni rast. Fiksni devizni kurs štiti privredu od štetnih uticaja špekulacija i „mehurova“ (preteranog rasta cena na pojedinim tržištima ili segmentima tržišta finansijske ili realne aktive). Sa druge strane, u režimu fiksnog deviznog kursa centralna banka interveniše na deviznom tržištu tako da je monetarna politika podređena zahtevima održanja deviznog kursa na fiksnom nivou, dok su ciljevi unutrašnje ravnoteže u drugom planu. Kaže se da centralna banka gubi „nezavisnost“, odnosno „autonomiju“ u vođenju monetarne politike, jer se monetarna politika vodi u funkciji deviznog kursa. Režim fiksnog deviznog kursa zahteva držanje deviznih rezervi, čemu tokom vremena može doći do smanjenja deviznih rezervi zbog stalnih intervencija centralne banke na deviznom tržištu. U režimu fiksnog deviznog kursa, centralne banke mogu da određeno vreme zadržavaju devizni kurs na precenjenom ili potcenjenom nivou zarad ostvarivanja određenih ciljeva. Neke zemlje pomoću potcenjenog deviznog kursa pokušavaju da podstaknu izvoz. Druge pak pomoću precenjenog deviznog kursa pokušavaju da utiču na uvoz određenih proizvoda i razvoj domaćih privrednih grana. U oba slučaja dolazi do deformisanja slobodne spoljnotrgovinske razmene, što dovodi do pogrešne alokacije resursa. (Kovačević, 2010: 143-145)

U režimu fleksibilnog deviznog kursa, devizni kursevi slobodno fluktuiraju u zavisnosti od ponude i tražnje za valutama na deviznom tržištu. Prednost režima fleksibilnih deviznih kurseva je najočiglednija na planu platnog bilansa jer se neravnoteža platnog bilansa ispravlja automatskim promenama deviznog kursa, tako da mere ekonomske politike – monetarne i fiskalne – mogu da se usmere na postizanje unutrašnje ravnoteže, zaposlenost i cenovnu stabilnost, privredni rast i razvoj. (Kovačević, 2010: 145) Drugim rečima, postoji „autonomija“ odnosno „nezavisnost“ monetarne politike u ostvarivanju ciljeva unutrašnje ravnoteže. Nedostaci režima fleksibilnih deviznih kurseva su: gubitak „discipline“ koju fiksni devizni kurs nameće centralnim bankama, veća podložnost destabilizujućim špekulacijama i poremećajima na tržištu novca nego što je to slučaj u režimu fiksnog deviznog kursa, štete za međunarodnu trgovinu i investicije zbog nepredvidivosti deviznih kurseva, neusklađenost ekonomskih politika između zemalja koje imaju različite režime deviznog kursa, i najzad, iluzija o većoj autonomiji centralne

banke (zbog promene deviznih kurseva centralna banka može doći u situaciju da povremeno interveniše na deviznom tržištu iako nije u režimu fiksnog deviznog kursa). (Krugman, Obstfeld, 2010: 537)

Još jedna značajna prednost režima fleksibilnog deviznog kursa je fleksibilnost u uslovima eksternih šokova koju ovaj režim omogućava: „*Kada je u pitanju zaštita domaće privrede od spoljnih udara, fleksibilni devizni kursevi pružaju veću zaštitu od fiksnih kurseva. Zbog toga zemlje koje su izložene velikim spoljnim udarima prednost daju sistemu fleksibilnih deviznih kurseva. Nasuprot tome, fiksni devizni kursevi su bolje rešenje ukoliko se zemlja suočava sa velikim unutrašnjim udarima. Smatra se da je sistem fiksnog deviznog kursa bolje rešenje i za male otvorene privrede koje trguju sa velikim zemljama gde se registruju unutrašnji poremećaji proistekli iz monetarnih izvora. U slučaju velikih zemlja, koje imaju razvijenu spoljnu trgovinu, smatra se da su fleksibilni devizni kursevi bolje rešenje od fiksnih.*“ (Kovačević, 2010: 144) Ovo je jedan od razloga zbog koga valute razvijenih tržišnih ekonomija „slobodno plivaju“. U isto vreme, najveći broj ekonomija u razvoju i ekonomija sa nastajućim tržištima je u režimu fiksnog deviznog kursa.

Za zemlje u razvoju, od izabranog režima deviznog kursa očekuje se da utiče povoljno na konkurentnost domaće privrede ali da ne depresira suviše, da deluje podsticajno mada ne i inflatorno, ukoliko, u ovim zemljama „... režim deviznog kursa je predmet konfliktnih zahteva koje nije uvek lako prepoznati. Ti konflikti su pogoršani kolebenjima kapitalnog računa, jakim efektima deviznog kursa na agregatnu tražnju i agregatnu ponudu u ekonomijama u razvoju i smanjenim stepenom slobode sa kojim se kreatori ekonomske politike susreću u svetu u kome postoje ograničenja u primeni instrumenata ekonomske politike. Mada se ovi suprotstavljeni zahtevi mogu izraziti na različite načine, praktična podela bi mogla biti na zahteve sa kojima se susreću režimi deviznih kurseva u pogledu zahteva za stabilnošću i potrebe za fleksibilnošću. Zahtev za stabilnošću dolazi od trgovine a takođe i od domaće cenovne stabilnosti i potrebe da se izbegnu prociklični efekti fluktuacija deviznog kursa na bogatstvo. Zahtev za fleksibilnošću dolazi od potrebe da postoji izvestan stepen slobode u upravljanju trgovinom i šokovima kapitalnog računa. Kreatori ekonomske politike će dakle izabrati

režim deviznog kursa na osnovu svojih preferencija, ali takođe i na osnovu relativnih koristi („cene“) fleksibilnosti u odnosu na stabilnost, koja je određena i spoljnim okruženjem i objektivnim faktorima.“ (Ocampo, 2002: 6) Prema klasifikaciji Međunarodnog monetarnog fonda, najveći broj zemalja u razvoju je u nekoj od varijanti režima fiksnog deviznog kursa, što bi moglo da znači da ove zemlje veću važnost pridaju stabilnosti u odnosu na fleksibilnost. Još neki faktori koji utiču na izbor režima deviznog kursa u ovim zemljama su: nivo deviznih rezervi, mobilnost kapitala, inflacija, pokretljivost radne snage, trgovinske integracije. (Kovačević, 2010: 159)

Režim rukovođeno fleksibilnog deviznog kursa, kao varijanta režima fleksibilnog deviznog kursa, predstavlja srednje rešenje između režima fiksnog i režima fleksibilnog deviznog kursa. U režimu rukovođeno fluktuirajućeg deviznog kursa, centralna banka povremeno interveniše na deviznom tržištu tako da ovaj devizni režim takođe zahteva držanje deviznih rezervi. U meri u kojoj interveniše na deviznom tržištu, centralna banka gubi na nezavisnosti monetarne politike. Privlačnost ovog režima deviznog kursa za mnoge zemlje je u tome što omogućava da se pomoću potcenjenog deviznog kursa stimuliše izvoz. U svom ekstremnom obliku ovo je takozvana praksa „osiromašenja suseda“ ili politika „prljavog fluktuiranja“ deviznog kursa („dirty floating“).

2.3.2. Koordinacija monetarne i fiskalne politike i politike deviznog kursa

Kada centralna banka interveniše na deviznom tržištu kupovinom ili prodajom deviza, ove intervencije centralne banke na deviznom tržištu mogu da imaju za posledicu promene u ponudi novca – kreiranje ili povlačenje primarnog novca po osnovu promene neto devizne aktive u bilansu stanja centralne banke.³⁴ Da bi se poništio ovaj uticaj intervencija na deviznom tržištu na ponudu novca i ponuda novca zadržala na željenom nivou, centralne banke pribegavaju „sterilizaciji“. Sterilizacija je postupak kojim se promene u ponudi novca po osnovu neto devizne aktive neutrališu promenom neto

³⁴ Osnovni izvori rasta primarnog novca su neto devizna aktiva (neto devizne reserve centralne banke) i neto domaća aktiva (neto pozicija države kod centralne banke, neto pozicija banaka, neto pozicija ostalih sektora i ostala neto aktiva).

domaće aktive u suprotnom smeru. Tako, kada centralna banka kupuje devize na deviznom tržištu, dolazi do rasta primarnog novca po osnovu rasta neto devizne aktive. Porast primarnog novca se zatim kroz proces monetarne multiplikacije prenosi i na ostale monetarne agregate, sa potencijalnim negativnim posledicama po makroekonomsku stabilnost, pad kamatnih stopa i rast inflacije. Zbog toga porast neto devizne aktive u aktivi centralne banke i rast primarnog novca po tom osnovu mora da se sterilizuje (poništi, neutralizuje) smanjenjem neto domaće aktive, na primer pomoću prodajnih operacija na otvorenom tržištu ili povećanjem stope obavezne rezerve, kako bi se „povukao“ višak novca i sprečila inflacija. Računovodstveno posmatrano, time se u bilansu stanja centralne banke vrši supstitucija između dve vrste aktive – domaće i inostrane.

Sa druge strane, mere monetarne politike utiču na devizni kurs i odražavaju se na platni bilans. Ekspanzivna monetarna politika (snižavanje kamatnih stopa, rast ponude novca) u režimu fleksibilnog deviznog kursa dovodi do depresijacije deviznog kursa i poboljšanja tekućeg računa platnog bilansa, kako je pokazano u QE-FE modelu u delu 1.4.2 rada, dok restriktivna monetarna politika vodi do depresijacije. Postoji dakle uticaj politike deviznog kursa odnosno deviznog poslovanja centralne banke na ponudu novca, ali postoji i uticaj monetarne politike na devizni kurs. Zbog toga je neophodna koordinacija monetarne politike i politike deviznog kursa. Ova potreba za koordinacijom naročito je naglašena u režimu targetiranja inflacije, u kome centralna banka pomoću kamatne stope utiče na stopu inflacije, pri čemu promene u kamatnim stopama zbog priliva/odliva inostranog kapitala utiču na devizni kurs. Neophodna je i koordinacija politike deviznog kursa sa merama fiskalne politike – u delu 1.4.2 rada u QE-FE modelu pokazano je da fiskalna politika deluje na devizni kurs, tako, da ekspanzivna fiskalna politika dovodi do rasta kamatnih stopa, depresijacije domaće valute i deficita tekućeg računa platnog bilansa.³⁵

Na koji način se u praksi ostvaruje ova koordinacija i kako se prate efekti pojedinih politika na devizni kurs? Centralne banke svoje odluke o monetarnoj politici zasnivaju

³⁵ Zbog ograničenja u obimu i strukturi rada teško je na ovom mestu obuhvatiti složenost procesa koordinacije različitih politika. Zbog toga je pažnja usmerena samo na najznačajnija pitanja i aspekte koordinacije između politika u praksi.

na makroekonomskim modelima koji predstavljaju skup jednačina kojima se opisuju ekonomski i monetarni uslovi u konkretnoj ekonomiji i formiranje ključnih realnih i monetarnih varijabli od značaja za odlučivanje o monetarnoj politici, kao što su autput, stopa inflacije, devizni kurs, kamatna stopa (o procesu modeliranja videti u: Berg, Laxton, Karam, 2006.). Ovi modeli sadrže jednačinu za devizni kurs, na osnovu koje se prati uticaj monetarne politike na devizni kurs, koja opisuje kako se menja devizni kurs u zavisnosti od promene kamatne stope. Primer za način na koji se prilikom odlučivanja o monetarnoj politici uzima u obzir uticaj monetarne politike na devizni kurs je jednačina deviznog kursa u Modelu za srednjoročne projekcije Narodne banke Srbije. (Đukić, Momčilović, Trajčev, 2010.) U ovom modelu, jednačina kojom se opisuje kretanje deviznog kursa u zavisnosti od promene referentne kamatne stope Narodne banke Srbije³⁶ glasi:

$$ls_t = E_t ls_{t+1} + (-i_t + i_t^{eu} + prem_t) / 4 + \varepsilon_t^{ls} \quad (\text{I-1})$$

gde je i_t – referentna kamatna stopa, i_t^{eu} evropska kamatna stopa – kamatna stopa po kojoj banke pribavljaju sredstva u evrima, ls_t – sadašnji kurs dinara, $E_t ls_{t+1}$ – očekivani kurs dinara, $prem_t$ – premija rizika. Jednačina govori da što je kamata na dinare (i_t) viša u odnosu na evropsku (i_t^{eu}), to je očekivana depresijacija ($E_t ls_{t+1} - ls_t$) viša a sadašnji kurs (ls_t) niži, odnosno domaća valuta jača. U jednačinu je uključena i premija rizika ($prem_t$) koja takođe utiče na kretanje deviznog kursa.³⁷

Još jedan način analize uticaja monetarne i fiskalne politike na devizni kurs i stepena uzajamne koordinacije politika je praćenje promena u bilansu stanja centralne banke kroz analizu pojedinih stavki u okviru inostrane i domaće aktive u aktivi bilansa stanja i, na osnovu ovih promena, ocena koeficijenata koji izražavaju efikasnost procesa sterilizacije i uticaj monetarne politike kroz proces kreiranja primarnog novca na tokove kapitala, devizni kurs i platni bilans. Ovi koeficijenti su **koeficijent sterilizacije**, **ofset koeficijent**, i **koeficijent neutralizacije**. Kroz praćenje promena u bilansu stanja i ocenu i analizu ovih koeficijenata, centralne banke prate vezu između politike deviznog kursa,

³⁶ Referentna kamatna stopa Narodne banke Srbije je je kamatna stopa na dvonedeljne repo operacije.

³⁷ Ovo je jednačina nepokrivenog kamatnog pariteta. Narodna banka Srbije se u formulisanju međuzavisnosti između kamatne stope i deviznog kursa držala teorijskog pristupa zbog potencijalnih poteškoća u ocenjivanju veze između ove dve promenljive (Đukić, Momčilović, Trajčev, 2010 : 22).

monetarne i fiskalne politike, ocenjuju efikasnost procesa sterilizacije i s tim u vezi, stepen nezavisnosti monetarne politike. (Palić, 2005: 5)

Koeficijent sterilizacije pokazuje koliki procenat promena neto devizne aktive, nastao kao rezultat transakcija na deviznom tržištu, monetarne vlasti sterilišu kroz promene neto domaće aktive. Veza između promena neto domaće aktive i neto inostrane aktive može se predstaviti jednačinom:

$$\Delta NDA_t = a_1 \Delta NFA_t + a_2 X_t + u_{1t} \quad (\text{I-2})$$

gde ΔNDA predstavlja promenu neto domaće aktive centralne banke, a ΔNDF promenu neto deviznih rezervi (praktično, ukupan platni bilans sa suprotnim predznakom kao zbir bilansa računa tekućih transakcija i bilansa računa kapitalnih i finansijskih transakcija, ako se izostave greške i propusti). Koeficijent a_1 predstavlja koeficijent sterilizacije. Ako je $a_1 = -1$, promene neto devizne aktive u potpunosti se neutrališu promenama neto domaće aktive, a na kretanje primarnog novca utiču samo faktori koji su opisani sa X_t (stopa inflacije, budžetski deficit, kamatna stopa). Ako je $a_1 > -1$, promene neto devizne aktive utiču na rast primarnog novca i sterilizacija nije potpuna.

Sa druge strane, promene u neto domaćoj aktivni utiču na promene u neto deviznoj aktivni. Tako, ekspanzija kredita privatnom sektoru i državi dovodi do pada kamatnih stopa, što ima za posledicu odliv kapitala i pad deviznih rezervi, i suprotno. Stoga se može pisati:

$$\Delta NFA_t = b_1 \Delta NDA_t + b_2 Y_t + u_{1t} \quad (\text{I-3})$$

Ovde Y_t predstavlja faktore koji utiču na promene neto devizne aktive (kao što su saldo tekućih transakcija i devizni kurs). Koeficijent b_1 predstavlja **offset koeficijent**. Ako je $b_1 = -1$, promene neto domaće aktive ne dovode do porasta primarnog novca, već kroz odliv kapitala do smanjenja deviznih rezervi i povlačenja primarnog novca po tom osnovu. Ako je b_1 blisko nuli, stepen mobilnosti kapitala je nizak, a stepen monetarne kontrole novčanih agregata je veći.

Može se oceniti i jednačina promene neto kredita privatnom sektoru, tako što se iz neto domaće aktive isključi neto pozicija države a zatim uključi kao objašnjavajuća promenljiva u jednačinu promene neto kredita privatnom sektoru. Koeficijent uz promenu neto pozicije države u ovakvoj jednačini je **koeficijent neutralizacije**. „*Koeficijent neutralizacije pokazuje koliki procenat kredita privatnom sektoru su monetarne vlasti u stanju da redukuju po jedinici dodatne ekspanzije kredita državi. Koeficijent neutralizacije približno -1 ukazuje na to da su monetarne vlasti u stanju da svojim merama utiču na smanjenje ponude kredita privatnom sektoru i na taj način potpuno neutrališu efekat rasta neto kredita državi na rast primarnog novca. Ukoliko je ovaj koeficijent približan nuli, u posmatranom periodu monetarne vlasti nisu uspele da neutrališu efekat pozajmljivanja države od centralne banke istovremenim smanjivanjem ponude kredita privatnom sektoru. Ako je, pak, vrednost ovog koeficijenta pozitivna i veća od nule, to znači da je pored porasta kredita državi došlo i do porasta kredita drugim sektorima, tj. da se monetarna politika akomodirala fiskalnoj politici i da je i po osnovu neto domaće aktive kreiran primarni novac.*“ (Palić, 2005: 7)

Koeficijent sterilizacije i ofset koeficijent zajedno sa koeficijentom neutralizacije pomažu da se sagleda veza i koordinacija monetarne i fiskalne politike sa politikom deviznog kursa. Niska vrednost ofset koeficijenta i visoka vrednost koeficijenta sterilizacije ukazuju na nezavisnu i efikasnu monetarnu politiku i na koordinaciju monetarne politike i politike deviznog kursa. Takođe, niska vrednost offset koeficijenta ukazuje na ograničenu mobilnost kapitala i povećanu monetarnu kontrolu. (Palić, 2005: 8)

3. Kontraciklična ekonomska politika

Kontraciklična ekonomska politika zahteva specifičan pristup u formulisanju i implementaciji makroekonomske politike i ispunjenost čitavog niza pretpostavki neophodnih da bi se pristupilo cikličnoj analizi i formulisanju kontraciklične makroekonomske politike. To znači, pre svega, da se ekonomska aktivnost nacionalne ekonomije prati i analizira u cikličnom kontekstu od strane kreatora ekonomske politike, da su tačke prekretnice u cikličnom kretanju ekonomske aktivnosti određene, odnosno da su poslovni ciklusi datirani, da je izmerena dužina i trajanje ciklusa, pojedinih faza i amplituda ciklusa. Zatim, to znači da su analizirana ciklična svojstva najvažnijih makroekonomskih vremenskih serija, određeni uzroci i analizirane karakteristike poslovnih ciklusa u dužem vremenskom periodu (utvrđene takozvane stilizovane činjenice o ciklusima), te da se kretanje ekonomske aktivnosti tumači na osnovu teorije poslovnih ciklusa. Kontraciklična ekonomska politika vodi se u određenom precizno definisanom teorijskom i metodološkom okviru, što podrazumeva da su rešena značajna teorijska i metodoloških pitanja u vezi sa cikličnom analizom za konkretnu ekonomiju, kao što su: izbor opšteg pristupa cikličnoj analizi (način posmatranja i definisanja poslovnih ciklusa), izbor referentne serije (serije na kojoj će se zvanično datirati tačke prekretnice u cikličnom kretanju ekonomske aktivnosti i utvrditi „referentna hronologija“ i na osnovu koje će se pratiti ciklično kretanje ekonomske aktivnosti), i da je izvršen izbor statističkih metoda koje će se primeniti u cikličnoj analizi. Takođe, neophodno je ovladavanje teorijskim konceptima ciklične analize od strane kreatora ekonomske politike.

Osim što su kreatorima ekonomske politike poznati teorijski koncepti ciklične analize, oni su upoznati i sa empirijskim metodama analize ciklusa i načinom tumačenja rezultata empirijskih istraživanja. Prilikom formulisanja mera kontraciklične ekonomske politike, kreatorima ekonomske politike su poznati načini i mehanizmi njihovog

delovanja u prevazilaženju cikličnih privrednih fluktuacija, što znači da su donosioci odluka upoznati sa mogućim efektima primene pojedinih mera kontraciklične ekonomske politike. Pored praćenja i analize poslovnih ciklusa od strane domaćih institucija, ciklično kretanje agregatne ekonomske aktivnosti nacionalne ekonomije prati se i na međunarodnom nivou, od strane eminentnih međunarodnih institucija koje se bave cikličnom analizom i poslovnim ciklusima i koje aktivno učestvuju u koncipiranju ekonomske politike i ekonomskom životu konkretne zemlje. Rezultati ciklične analize se prezentiraju i tumače naučnoj, stručnoj i široj javnosti od strane državnih organa i naučnih institucija, u cilju upoznavanja javnosti sa fazom poslovnog ciklusa u kojoj se privreda nalazi i predviđanja cikličnog kretanja ekonomske aktivnosti. Na taj način, javnost je upoznata sa fazom ciklusa u kojoj se privreda nalazi, sa položajem i perspektivama ekonomije i sa predviđanjima o budućem cikličnom kretanju ekonomske aktivnosti.

Pored toga, ciklična analiza zahteva ispunjenost statističkih pretpostavki u pogledu vremenskih serija koje se koriste u cikličnoj analizi. Potrebno je da postoji zadovoljavajuća dužina vremenskih serija i određene, za cikličnu analizu poželjne, karakteristike vremenskih serija. Dužina vremenskih serija je od značaja da bi se mogle uočiti pravilnosti u cikličnom kretanju vremenskih ekonomskih serija kako bi se ciklusi prepoznali i datirali. Što se tiče karakteristika vremenskih serija, poželjne karakteristike vremenskih serija koje se koriste u cikličnoj analizi su: lakoća pristupa podacima, mogućnost ažuriranja, odsustvo strukturnih lomova i prekida u serijama, odsustvo velikih revizija, učestalost opservacija (mesečne serije se preferiraju u odnosu na godišnje i kvartalne).

Analiza i praćenje ekonomske aktivnosti u cikličnom kontekstu obuhvata i praćenje cikličnog kretanja privreda najznačajnijih spoljnotrgovinskih partnera i investitora u nacionalnu ekonomiju, ispitivanja procesa transmisije inostranih ciklusa na nacionalnu ekonomiju, istraživanje globalnih ekonomskih fenomena u vezi sa poslovnim ciklusima i ispitivanje njihovog uticaja na ciklično kretanje nacionalne ekonomije. Ovaj aspekt ciklične analize je od sve većeg značaja s obzirom na procese međunarodnih integracija

i sve veću povezanost nacionalnih ekonomija kroz spoljnotrgovinske i finansijske tokove.

Na koji način se u praksi formuliše kontraciklična ekonomska politika? Nakon što su empirijskim istraživanjima utvrđeni uzroci cikličnih fluktuacija, ispitane statističke karakteristika ciklusa, na osnovu cikličnog kretanja makroekonomskih varijabli utvrđene „stilizovane činjenice“ o ciklusima i analizirani procesi transmisije međunarodnih ciklusa na nacionalnu ekonomiju, efekti ovih procesa i mere koje je moguće preduzeti s tim u vezi, vrši se izbor odgovarajućeg teorijskog modela konzistentnog sa nalazima empirijskih istraživanja koji na zadovoljavajući način objašnjava ciklično kretanje makroekonomskih varijabli i agregatne ekonomske aktivnosti. Analiziraju se teorijske preporuke za vođenje makroekonomske politike a zatim, na osnovu svih ovih razmatranja – rezultata empirijskih istraživanja i teorijskih preporuka, koncipira se kontraciklična makroekonomska politka, koja se u zavisnosti od uzroka cikličnih fluktuacija fokusira na stranu agregatne tražnje ili na stranu agregatne ponude, i/ili na ublažavanje efekata transmisije međunarodnih ciklusa na nacionalnu ekonomiju.

3.1. Uzroci ciklične nestabilnosti

Uzroci ciklične nestabilnosti mogu biti na strani agregatne ponude, na strani agregatne tražnje, ili mogu predstavljati kombinaciju šokova na strani agregatne ponude i na strani agregatne tražnje istovremeno (Snowdon, Vane, 2005: 303). U literaturi se sreće i podela šokova na: „šokove tražnje, šokove ponude i cena i finansijske šokove“ (OECD, 2010: 50). Finansijski šokovi u ovoj podeli se izdvajaju kao posebna vrsta šokova, s obzirom na to da je u pitanju vrsta poremećaja koja izaziva finansijske krize i koja zahteva specifičan odgovor monetarne i fiskalne politike. Pragmatične prirode je i podela na: „finansijske šokove, eksterne šokove (šokove inostrane tražnje), šokove monetarne i fiskalne politike (u smislu da i neadekvatna ekonomska politika može biti uzrok poremećaja u ekonomiji), i šokove cena nafte“ (IMF, 2009: 112).³⁸

³⁸ Kako je neadekvatna ekonomska politika bila uzrok poremećaja i šokova u američkoj privredi prikazano je u: (Obstfeld, Rogoff, 2009)

„Na strani agregatne tražnje, šokovi mogu poticati od nestabilnosti neke od komponenti IS krive, na šta je ukazivao Kejn i većina ranih Kejnizijanskih modela, ili pak mogu poticati od nestabilnosti sa monetarne strane, koju opisuje LM kriva, kao što su naglašavali monetaristi. Na strani ponude, može se zamisliti čitav niz raznovrsnih šokova koji bi mogli da rezultiraju u značajnim promenama u produktivnosti: nepovoljni vremenski uslovi koji utiču na poljoprivredu, promene cena energenata, ratovi i politički događaji, promena državne regulative... Šokovi produktivnosti mogu biti prouzrokovani i promenama u kvalitetu kapitala i radne snage, uvođenjem novih proizvoda ili razvojem novih tehnologija.“ (Snowdon, Vane, 2005: 303-304).³⁹ Šokove produktivnosti kao glavni uzrok poslovnih ciklusa naglašavala je Teorija realnih poslovnih ciklusa.

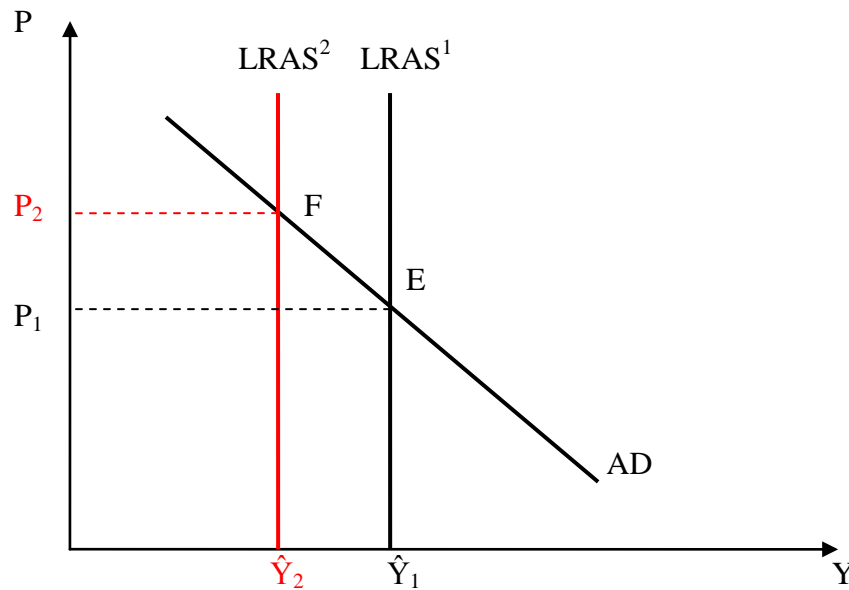
Postoji i teorijska podela na realne i nominalne šokove: „Realni šokovi su poremećaji na „realnoj strani“ ekonomije, kao što su šokovi koji utiču na proizvodnu funkciju, radnu snagu, realan iznos državnih rashoda i na odluke o potrošnji i štednji potrošača. Nominalni šokovi su šokovi koji utiču na ponudu i tražnju za novcem. U terminima IS – LM modela, realni šokovi utiču na IS krivu, dok nominalni šokovi utiču samo na LM krivu.“ (Abel Bernanke, Croushore, 2008: 362)

Na prirodu i poreklo šokova koji pogađaju ekonomiju i prouzrokuju ciklične fluktuacije outputa ukazuje kretanje cena: ukoliko su cene kontraciklične, uzroci poremećaja nalaze se na strani agregatne ponude. U suprotnom, ukoliko su uzroci poremećaja na strani agregatne tražnje, kretanje cena je prociklično. Zbog čega je to tako, vidi se na grafikonima I-10 i I-11.⁴⁰

³⁹ Agregatna tražnja određena je presekom krivih IS i LM, tako da za dati nivo cena, bilo koji faktor koji prouzrokuje pomeranje preseka krivih IS i LM na desno ima za posledicu rast agregatne tražnje i pomeranje krive AD na više i udesno (pozitivan šok tražnje). Takođe, bilo koji faktor koji utiče na pomeranje preseka krivih IS i LM u levo pomera krivu AD na niže i ulevo (nepovoljan šok tražnje). (Abel, Bernanke, Croushore, 2008: 338) Faktori koji utiču na pomeranje krive IS naviše i udesno su: povećanje očekivanog budućeg outputa, povećanje bogatstva, rast državne potrošnje, smanjenje poreza, povećanje očekivane buduće marginalne produktivnosti kapitala. Faktori koji pomeraju krivu LM na niže i udesno su: povećanje ponude novca, rast očekivane inflacije, smanjenje nominalne kamatne stope na novac, kao i svi faktori koji utiču na smanjivanje realne tražnje za novcem. (Abel, Bernanke, Croushore, 2008: 315-321)

⁴⁰ Dato prema: Abel, Bernanke, Croushore, 2008: 305-306.

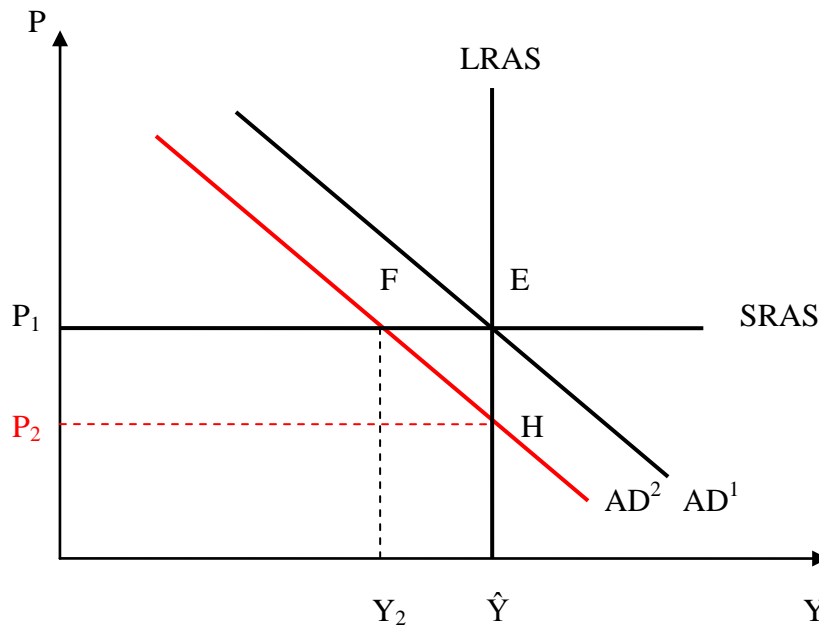
Grafik I-10 Šokovi ponude i nivo cena



Grafik I-10 ilustruje efekte nepovoljnog šoka na strani agregatne ponude. Ekonomija se inicijalno nalazi u tački preseka krive AD i krive agregatne ponude na dugi rok LRAS¹. Nepovoljan šok na strani agregatne ponude prouzrokovao je pomeranje krive agregatne ponude u levo od LRAS¹ na LRAS². Nova ravnoteža ostvaruje se u tački F na nižem nivou outputa \hat{Y}_2 . Ovaj pad outputa manifestuje se kao recesija u privredi. Nivo outputa je pao sa \hat{Y}_1 na \hat{Y}_2 dok se nivo cena povećao sa P_1 na P_2 – pad u ekonomskoj aktivnosti praćen je rastom cena. U slučaju šokova ponude, dakle, cene su kontraciklične.

Nasuprot šokovima ponude, šokovi koji prouzrokuju pomeranje krive agregatne tražnje imaće za posledicu prociklično kretanje cena. Na Grafiku I-11 prikazan je primer nepovoljnog šoka na strani agregatne tražnje i šta se u tom slučaju dešava sa cenama.

Grafik I-11 Šokovi agregatne tražnje i nivo cena



Nepovoljan šok agregatne tražnje smanjuje ukupnu traženu količinu dobara i usluga za dati nivo cena i manifestuje se kao pomeranje krive agregatne tražnje AD^1 u levo do AD^2 . Na kratak rok, ekonomija se pomera u tačku F, autput pada na nivo Y_2 dok je nivo cena nepromenjen. Posle izvesnog vremena dolazi do prilagođavanja cena i nivo cena pada sa P_1 na P_2 . Pad u ekonomskoj aktivnosti praćen je padom cena. Dakle, u slučaju šokova agregatne tražnje cene su prociklične. Na kraju ovog procesa ekonomija se vraća u stanje dugoročne ravnoteže, sada u tački H, gde je autput na nivou pune zaposlenosti \hat{Y} a cene na nižem nivou.

Rezultati empirijskih istraživanja najčešće pokazuju upravo ovu sliku, naime, da su cene prociklične i „kasne“ za promenama u ekonomskoj aktivnosti, što se smatra jednom od važnijih, opšte poznatih „stilizovanih činjenica“ o poslovnim ciklusima. Istorijski, u razvijenim tržišnim ekonomijama cene su u periodu nakon Drugog svetskog rata bile uglavnom prociklične. Međutim, u pojedinim periodima zabeležen je i drugačiji obrazac kretanja cena, na primer u periodima recesije koji su usledili nakon prvog i drugog naftnog šoka 1973-1975. i 1979-1980. godine, kada je došlo da rasta opšteg nivoa cena. Činjenica da su cene ponekad prociklične a ponekad kontraciklične „...*implicira da su i šokovi ponude i šokovi tražnje značajni u pojedinim periodima.*“ (Snowdon, Vane, 2005: 330).

Međutim, dešava se da uzroci cikličnih fluktuacija budu kombinacija šokova na strani ponude i na strani tražnje, tako da je teško u takvoj situaciji povezati kretanje cena sa uzrocima poremećaja. Situaciju dodatno komplikuje i to što uticaj različitih vrsta šokova može biti kompleksan, naročito kada su u pitanju šokovi ponude: *„Kao prvo, šokovi ponude imaju implikacije na tražnju. Pozitivan šok ponude za koji se opaža kao dugoročan podići će permanentni dohodak, i ako za domaćinstva ne postoje „liquidity constraints“, tražnja će takođe porasti... I kao drugo, u praksi je teško napraviti razliku između šokova ponude i šokova cena (kao što je to i u Neo – kejnsovskim modelima), mada odgovor ekonomske politike može biti sličan.“* (OECD, 2010: 51). Zbog toga se uzroci cikličnih fluktuacija u ekonomiji moraju pomno pratiti i analizirati.

3.2. Ugrađeni stabilizatori i diskreciona ekonomska politika

Kontraciklična makroekonomska politika obuhvata mere kao što su ugrađeni fiskalni automatski stabilizatori i druge mere usmerene na održanje stabilnosti monetarnog i finansijskog sistema koje su sistemski i zakonski ugrađene u monetarni i fiskalni sistem. Ove mere i instrumenti čine „automatsku komponentu“ ekonomske politike u smislu da je to komponenta kontraciklične politike koja automatski reaguje na poslovne cikluse, odnosno na promene u ekonomskoj aktivnosti. Pored toga, kontraciklična ekonomska politika podrazumeva i mere aktivne, diskrecione ekonomske politike. Diskrecione mere monetarne i fiskalne politike predstavljaju „aktivnu komponentu“ ekonomske politike jer obuhvataju mere koje se primenjuju sporadično, prema potrebi i prema nahođenju kreatora ekonomske politike u pojedinim fazama poslovnih ciklusa.

Komponenta ekonomske politike koja automatski reaguje na poslovne cikluse, odnosno na promene u ekonomskoj aktivnosti, zasnovana je na automatskim stabilizatorima i fiskalnim i monetarnim „pravilima“. S obzirom na to da automatski reaguje na poslovne cikluse, ovo je komponenta ekonomske politike koja po definiciji deluje kontraciklično i stabilizaciono na ciklične fluktuacije u privredi. Na strani fiskalne politike, komponentu ekonomske politike koja automatski reaguje na promene u ekonomskoj aktivnosti predstavljaju fiskalni automatski stabilizatori. U fiskalne automatske stabilizatore

spadaju sistem progresivnog oporezivanja, kompenzacije za nezaposlenost, politika dohodaka, subvencije u poljoprivredi i budžet kao stabilizator. Fiskalni automatski stabilizatori predstavljaju „prvu liniju odbrane“ protiv nepoželjnih cikličnih fluktuacija u ekonomiji i čine osnovu stabilizujućeg dejstva fiskalne politike. Politika javnih rashoda, kojom se određuje obim i struktura državne potrošnje, primer je za aktivnu, diskrecionu komponentu kontraciklične fiskalne politike, kada država koristi svoje diskreciono pravo da određuje obim državne potrošnje i usmerava sredstva na način na koji nalazi za shodno u pojedinim fazama poslovnih ciklusa.

Na strani monetarne politike, ako se monetarna politika vodi na osnovu „pravila“, (što je danas najčešće slučaj), pravilo monetarne politike (definisano na primer, na osnovu Tejlorovog pravila) opisuje kako se ključna monetarna varijabla – instrument monetarne politike (kamatna stopa), menja u zavisnosti od ekonomske aktivnosti i inflacije. Diskreciona komponenta monetarne politike u tom slučaju može se predstaviti odstupanjem kamatne stope od Tejlorovog pravila (kao u: IMF, 2009b). Primer za diskrecione mere kontraciklične monetarne politike mogle bi biti prudencijalne mere monetarne politike usmerene na očuvanje stabilnosti finansijskog i bankarskog sistema, koji je naročito ugrožen u uslovima finansijskih kriza, a osim ovih mera, i nekonvencionalne mere monetarne politike, koje se primenjuju u situacijama kada je dejstvo tradicionalnih instrumenata monetarne politike iscrpljeno. (OECD, 2010: 32)

I dok se diskreciona komponenta monetarne politike u empirijskim istraživanjima aproksimira odstupanjem kamatne stope od neutralnog nivoa, diskreciona komponenta fiskalne politike aproksimira se ciklično prilagođenim primarnim fiskalnim bilansom⁴¹ (cyclically adjusted primary fiscal balance) ili pak ciklično prilagođenom državnom potrošnjom (cyclically adjusted government spending), izračunatim prema posebnoj metodologiji (IMF, 2009b: 124, o metodologiji videti na strani 135).⁴² U OECD, 2010, diskreciona komponenta fiskalne politike se takođe aproksimira ciklično prilagođenim

⁴¹ Primarni bilans odnosno primarni deficit/suficit predstavlja razliku javnih prihoda i javnih rashoda koja isključuje otplatu kamate na dug. On je dobar pokazatelj tekuće fiskalne politike jer je otplata kamata posledica prošlih budžetskih deficita (Dimitrijević, Fabris, 2007: 245).

⁴² Ciklično prilagođeni bilans/potrošnja utvrđuje kao razlika između ukupnog bilansa/potrošnje i dela bilansa/potrošnje koji odgovara ciklusu, izračunatom na osnovu elasticiteta iz regresione jednačine bilansa/potrošnje u odnosu na autput gap. (IMF, 2009b: 135)

bilansom (OECD, 2010: 17). Ovakav način merenja i izražavanja diskrecione komponente fiskalne politike zasnovan je na teorijskom konceptu strukturnog deficita, koji pravi razliku između stvarnog, tekućeg deficita i takozvanog strukturnog deficita, pri čemu se strukturni deficit budžeta definiše kao deficit koji odgovara nivou pune zaposlenosti. Razlika između stvarnog i strukturnog deficita odražava dejstvo automatskih stabilizatora: „*Sporedan efekat automatskih stabilizatora je da deficit ima tendenciju povećanja u recesiji jer državna potrošnja automatski raste a porezi automatski opadaju kada GDP opada. Slično, deficit se smanjuje u fazi ekspanzije. Da bi se razlikovale promene u deficitu prouzrokovane recesijom ili ekspanzijom od promena prouzrokovanih drugim faktorima, ekonomisti predlažu korišćenje mere deficita zvane deficit za punu zaposlenost. Deficit za punu zaposlenost ukazuje na to koliko bi budžetski deficit bio za date poreze i politiku javne potrošnje koja se trenutno vodi – ukoliko bi ekonomija funkcionisala na nivou pune zaposlenosti. Pošto eliminiše efekte automatskih stabilizatora, deficit za punu zaposlenost je pod uticajem prevashodno promena u fiskalnoj politici kao posledica posebne regulative.*“ (Abel, Bernanke, Croushore 2008: 583) ... i zbog toga odražava dejstvo diskrecionih mera fiskalne politike.⁴³ Ciklično prilagođen bilans je dakle bilans budžeta očišćen od dejstva automatskih stabilizatora, odnosno strukturni bilans.⁴⁴

Dve komponente ekonomske politike – automatska i diskreciona – razdvajaju se u analizama kada treba ispitati karakter ekonomske politike u smislu da li je određena politika u izvesnom periodu bila kontraklična ili prociklična. Tako se u empirijskim istraživanjima diskreciona komponenta fiskalne ili monetarne politike razdvaja od komponente koja automatski reaguje na promene u ekonomskoj aktivnosti, kako bi se ocenio karakter i ispitao efekat jedne i druge komponente politike na ciklične fluktuacije ekonomske aktivnosti (kao u istraživanju: IMF, 2009b, u kome se posebno analiziraju efekti diskrecione monetarne i fiskalne politike na intenzitet recesije i brzinu oporavka u

⁴³ U ispitivanju cikličnog karaktera fiskalne politike u Srbiji u (Narodna banka Srbije, 2010: 31) takođe je korišćen strukturni deficit – „bilans budžeta korigovan za efekte poslovnog ciklusa“.

⁴⁴ U literaturi se koriste i druge mere diskrecione fiskalne politike. Često je korišćen bilans budžeta (budžetski deficit/sufici) kao procenat od GDP – a, pri čemu nije razdvajana diskreciona od automatske komponentne fiskalne politike, ili kada je to činjeno, onda je posebno posmatrana potrošnja, a posebno prihodi, pri čemu su pojedine varijable fiskalne politike regresirane na neku meru ciklusa da bi se utvrdilo u kojoj meri zavise od ciklusa, dok su reziduali iz jednačine tretirani kao komponenta koja odražava dejstvo diskrecionih mera.

razvijenim tržišnim ekonomijama, a posebno efekti komponente koja automatski reaguje na promene u ekonomskoj aktivnosti, i u OECD, 2010, gde se na sličan način sumiraju rezultati istraživanja o dejstvu pojedinih komponenti monetarne i fiskalne politike za zemlje OECD - a). Razdvajanje ove dve komponentne ekonomske politike se praktikuje jer ekonomska politika ne mora biti, i nije uvek konzistentna u svim svojim segmentima. Pojedine komponente politike ponekad nisu istog karaktera, ili nisu u istoj meri kontraciklične. Tako na primer, na osnovu rezultata empirijskih istraživanja utvrđeno je da je u zemljama OECD – a diskreciona fiskalna politika bila poslednjih decenija neutralna ili nedovoljno kontraciklična, a u nekim zemljama u određenim periodima čak i prociklična (OECD, 2010: 17), dok je automatska komponenta (u vidu automatskih stabilizatora) bila kontraciklična. Na primeru Euro zone, diskreciona fiskalna politika u poslednje tri decenije bila je prociklična, slabeći na taj način dejstvo automatskih stabilizatora na strani fiskalne politike i stabilizacione efekte monetarne politike koja je vođena u ovom periodu (IMF, 2004: 111). Zbog čega se ovo dešava uprkos tome što razvijene tržišne ekonomije imaju veliko iskustvo u primeni pojedinih mera kontraciklične politike i poznate su im normativne preporuke u pogledu primene pojedinih mera ekonomske politike? Jedan od odgovora mogao bi biti da neke diskrecione mere ekonomske politike ne moraju biti nužno kontracikličnog karaktera, i mogu imati i druge ciljeve osim stabilizacije ciklusa. Drugi odgovor bi mogao biti da ekonomska politika nije uvek vođena u cikličnom kontekstu i da je ponekad svesno usmeravana na način kako to trenutno odgovara kreatorima ekonomske politike, ne uzimajući u obzir fazu ciklusa i objektivne potrebe za kontracikličnom ekonomskom politikom.

3.3. Instrumenti i mere kontraciklične ekonomske politike

U skladu sa normativnim preporukama, zasnovanim jednim delom na makroekonomskoj teoriji, a drugim delom na višedecenijskom iskustvu razvijenih tržišnih ekonomija u primeni kontraciklične ekonomske politike, izbor odgovarajućih instrumenata i mera kontraciklične ekonomske politike na prvom mestu zavisice od prirode šoka, odnosno vrste poremećaja koji pogađa ekonomiju – da li je u pitanju šok

tražnje, šok ponude/cena, finansijski šok ili je u pitanju kombinacija šokova koji pogađaju ekonomiju. Važno je i to da li su šokovi „privremeni“ ili „trajni“ i da li je u pitanju šok „normalne veličine“ ili „izražen šok“, kao i da li je šok „zajednički“ za više zemalja (OECD, 2010: 50).

Standardan odgovor ekonomske politike i prva linija odbrane u slučaju (nepovoljnih) privremenih šokova tražnje su **automatski stabilizatori** i (ekspanzivna) **monetarna politika**. Ukoliko su ove politike u izvesnoj meri već iscrpljene, ili su u pitanju izraženi šokovi koji duže traju, država može posegnuti za **diskrecionim merama fiskalne politike** koje treba da podrže automatske stabilizatore i monetarnu politiku i da podstaknu agregatnu tražnju. U slučaju kombinacije šokova, moraju se primeniti dodatni **fiskalni stimulusi** i **kombinacija različitih instrumenata** monetarne i fiskalne politike. U slučaju šokova zajedničkih za više zemalja, neophodna je **koordinacija makroekonomskih politika**.

Šokovi ponude su nešto kompleksniji za delovanje, s obzirom na to da se mogu manifestovati na različite načine i da utiču i na agregatnu tražnju. Isto važi i za šokove cena, pre svega cena energenata, koji imaju sličan efekat kao šokovi ponude (zato se i posmatraju zajedno u klasifikaciji OECD – a). U slučaju privremenih šokova ponude, monetarna politika ponekad može biti korisna, ali ponekad ne, i samo može pogoršati inflaciju koja inače prati šokove ponude. Problem sa monetarnom politikom je to što ekspanzivna monetarna politika (snižavanje kamatne stope, rast ponude novca) u slučaju šokova ponude može delovati podsticajno na ekonomsku aktivnost, ali po cenu dodatne inflacije, stoga je njena efikasnost u slučajevima šokova ponude ograničena. Još jedan problem u vezi sa kontracikličnom primenom monetarne politike je njena primena u situaciji kada su kamatne stope već niske ili bliske nuli. U takvoj situaciji „zamke likvidnosti“ (liquidity trap) nema više prostora za snižavanje kamatnih stopa, monetarna politika mora da se oslanja na druge mere i instrumente, a diskreciona fiskalna politika dobija na značaju.

Što se tiče trajnih šokova na strani ponude kao što su demografski šokovi, prirodne nepogode ili šokovi kapitala, stav je da makroekonomska politika ne bi trebalo da

poništava efekte ovakvih šokova, već da treba dozvoliti prilagođavanje ekonomije, mada bi monetarna i fiskalna politika mogle da pomognu u procesu prilagođavanja i prevazilaženju posledica ovih šokova (OECD, 2010: 51). U uslovima trajnih šokova ponude, *strukturne politike* koje olakšavaju realokaciju resursa mogle bi biti veoma korisne.

Finansijski šokovi su takođe kompleksni sa stanovišta uzroka i načina manifestacije i mogu imati različite efekte i na stranu ponude i na stranu agregatne tražnje. Ovi šokovi izazivaju finansijske krize koje zahtevaju specifičan odgovor monetarne i fiskalne politike. Specifičan odgovor ekonomske politike sastoji se u primeni *nekonvencionalnih mera* kao što su različiti finansijski aranžmani, u pojačanom delovanju institucija u očuvanju stabilnosti finansijskog i bankarskog sistema putem *mikro i makro – prudencijalnih mera*, zatim, u primeni niza različitih mera – „*portfolija instrumenata*“ usmerenih na tržište kredita, kako bi se tržište kredita držalo pod kontrolom i sprečila ekspanzija rizičnijih oblika zaduživanja karakterističnih za savremene finansijske krize, i najzad, na pojačanoj *međunarodnoj koordinaciji* u slučaju međunarodne transmisije finansijskih šokova.

3.3.1. Kontraciklična fiskalna politika

Fiskalna politika deluje na prevazilaženje poslovnih ciklusa na dva načina: kroz svoju automatsku komponentu, to jest fiskalne automatske stabilizatore, i kroz svoju diskrecionu komponentu, koja obuhvata primenu diskrecionih mera fiskalne politike u okviru politike javnih prihoda (smanjenje/povećanje poreza i drugih fiskalnih davanja) ili politike javnih rashoda (smanjenje/povećanje državne potrošnje, transfera, subvencija i drugih fiskalnih izdavanja). Dijapazon mera koje su na raspolaganju državi kako na strani javnih prihoda, tako i na strani javnih rashoda je širok, i pored promena u visini poreskih stopa i promene u visini transfernih plaćanja, obuhvata i investicije u privredi, javne radove, različite fiskalne stimuluse, politiku smanjivanja i preusmeravanja potrošnje, upravljanje budžetskim deficitom, fiskalnu konsolidaciju. (Dimitrijević, Fabris, 2007)

Uloga fiskalne politike u suzbijanju i prevazilaženju cikličnih fluktuacija znatno se promenila nakon 1970-tih. I dok je do tog vremena fiskalna politika vođena na osnovama vladajuće kejnsovijanske koncepcije ekonomske politike bila glavno oruđe u upravljanju agregatnom tražnjom i stabilizaciji ekonomskih tokova, nakon dva velika šoka ponude tokom 1970-tih i rasta cena u razvijenim tržišnim ekonomijama ovu ulogu je preuzela monetarna politika. Sa promenom strategije monetarne politke u korist pravila a protiv diskrecije, sa novom, tržišnom orijentacijom monetarne politike na kamatne stope i fokusom na stabilizaciju i borbu protiv inflacije, u teoriji i praksi preovladao je stav da monetarna politika, vođena na osnovu pravila, treba da bude osnova stabilizacione, kontraciklične makroekonomske politike.

U literaturi su isticani brojni problemi u vezi sa kontracikličnom primenom fiskalne politike, a naročito diskrecione fiskalne politike. Tako na primer, različite vrste fiskalnih izdavanja mogu da se preduzimaju i iz drugih razloga osim stabilizacionih. Fiskalna politika ima i druge ciljeve osim stabilizacionih (alokativni, redistributivni, razvojni), a može postojati i konflikt ciljeva. Još jedan problem su lag – ovi, kako unutrašnji, tako i spoljašnji, zbog kojih se može desiti da se efekat diskrecionih mera fiskalne politike ispolji tek na kraju recesije ili na početku sledećeg ciklusa, te da se na kraju ispostavi da je fiskalna politika uprkos najboljim namerama bila prociklična, umesto kontraciklična. Efekti diskrecione fiskalne politike na ekonomsku aktivnost takođe su pod znakom pitanja: u empirijskoj literaturi ne postoji konsenzus u pogledu veličine, pa čak ni znaka ovih efekata (OECD, 2010: 19). Zbog svih ovih poteškoća u primeni diskrecione fiskalne politike, u razvijenim tržišnim ekonomijama preovladalo je oslanjanje na monetarnu politiku kao glavno sredstvo stabilizacije ekonomskih tokova. Na strani fiskalne politike, stabilizaciona uloga pripala je automatskim stabilizatorima, čiji je stabilizacioni efekat kao komponente fiskalne politike preovladao: empirijska istraživanja potvrđuju da su automatski stabilizatori bili glavna kontraciklična komponenta fiskalne politike. (Lane, 2003b; IMF, 2009b; OECD, 2010)

Najnovije tendencije u primeni kontraciklične politike karakteriše povratak diskrecionoj fiskalnoj politici na osnovama Kejnsovijanzma, i ovaj preokret je evidentiran u novijoj teorijskoj i empirijskoj literaturi (Taylor, 2000; Feldstein, 2002; Prašćević, 2008b;

OECD, 2010). Osnovni uzrok za ovakvu promenu stava prema diskrecionoj fiskalnoj politici može se naći u težini poslednje recesije: šok je bio veliki, kamatna stopa pala je na nulu u mnogim zemljama, a transmisioni mehanizam monetarne politike je oslabljen. Tako je prvi odgovor fiskalne politike u SAD na krizu 2008. godine bila primena mera u duhu Kejnsmianizma, najpre u vidu poreskih olakšica, čiji je cilj da se poveća raspoloživi dohodak u cilju povećanja potrošnje i investicija, kako bi se podstakla agregatna tražnja. (Prašćević, 2008b: 52), a zatim je planiran i rast javne potrošnje na investicije u infrastrukturu. (Krugman, 2010: 198)

Koliko je zaista opravdana primena diskrecione fiskalne politike? „*Još uvek postoje značajne debate i nije postignut teorijski konsenzus. Standardan kejnsmijanski stav je da privatna potrošnja i investicije zavise od tekućeg dohotka, što implicira da autput u velikoj meri zavisi od promena u fiskalnoj politici. Međutim, fiskalna politika može biti mnogo manje efikasna u otvorenoj ekonomiji, u zavisnosti od stepena mobilnosti kapitala i režima deviznog kursa, pošto fiskalni stimulus može jednostavno „iscureti“. Uz standardan argument istiskivanja (crowding-out), mnogi neoklasični teoretičari naglašavaju ulogu očekivanja o budućem dohotku i porezima, i slažu se da će multiplikatori verovatno biti mali. ... Nasuprot tome, poslednja istraživanja zasnovana na takozvanim Neo – kejnsmijanskim modelima slažu se da povećanje u državnoj potrošnji može imati pozitivan efekat na potrošnju i realne nadnice, ukoliko postoje nominalne i realne rigidnosti i liquidity constraints.*“ (IMF, 2008b: 163)

Još jedan mogući način da se posmatra primena diskrecione fiskalne politike je pragmatičnost kao kriterijum u situaciji kada nema drugog rešenja: „*I dok monetarna politika i automatski stabilizatori u normalnim vremenima prednjače u odnosu na diskrecione mere fiskalne politike, obrnuto važi u situacijama kada su finansijska tržišta oslabljena, kamatna stopa je na nultom nivou a monetarna politika mora da se oslanja na nekonvencionalne instrumente. Diskreciona fiskalna politika tokom velikih i razvučenih šokova bi mogla postati potentnija i može postati podrška monetarnoj politici i automatskim stabilizatorima. Ukoliko nema problema sa solventnošću, diskreciona fiskalna politika kao odgovor na nepovoljan šok tražnje mogla bi podstaći rast agregatne tražnje, pomažući da se zatvori autput gap.*“ (OECD, 2010: 50)

3.3.2. Kontraciklična monetarna politika

Kontraciklična monetarna politika bila je dominantan koncept monetarne politike u razvijenim tržišnim ekonomijama tokom 1950 – tih i 1960 – tih.⁴⁵ U ovom periodu, monetarna i fiskalna politika korišćene su aktivno u cilju podsticanja privredne aktivnosti i stabilizacije ekonomskih tokova. Konceptija kontraciklične monetarne politike zasnivala se na aktivnom delovanju monetarne politike u pojedinim fazama ciklusa: u fazi ekspanzije, centralna banka sprovodi restriktivnu monetarnu politiku putem restrikcije kredita i rasta kamatnih stopa, dok u fazi recesije, smanjenjem kamatnih stopa i ekspanzijom kredita centralna banka nastoji da deluje u cilju oživljavanja investicija i privredne aktivnosti. Glavni cilj ovakve politike bio je da se deluje anticiklično na fluktuacije ekonomske aktivnosti, te da se putem stalnog upravljanja agregatnom tražnjom u svakoj tački ciklusa obezbedi stabilan privredni rast i porast zaposlenosti. (Ćirović, 1989: 239-249)

U praksi se ovakva politika manifestovala kao često oslanjanje na ekspanzivnu monetarnu politiku i niske kamatne stope, zbog čega je konceptija kontraciklične monetarne politike kritikovana od strane monetarista da generiše inflaciona očekivanja i dovodi do rasta inflacije. Preporuka monetarista bila je upravljanje ponudom novca u vidu targetiranja monetarnih agregata i ovu konceptiju prihvatile su centralne banke razvijenih tržišnih ekonomija tokom 1970 – tih. Orjentacija na projektovanje monetarnog rasta i targetiranje monetarnih agregata nije, međutim, donela željenu cenovnu stabilnost u uslovima dva naftna šoka i akumuliranih inflatornih očekivanja, tako da su tržišne ekonomije početkom 1980-tih u potrazi za novom strategijom počele da menjaju svoju orjentaciju u načinu vođenja monetarne politike u smislu većeg oslanjanja na tržišne instrumente monetarne politike i kamatnu stopu kao instrument monetarne politike. Još jedan razlog za orjentaciju na novi instrumentarijum (kamatne stope, operacije na otvorenom tržištu) bila je nestabilnost tražnje za novcem koja se u ovom periodu manifestovala u razvijenim tržišnim ekonomijama. Naime, kada je ponuda novca fiksirana, nestabilnost tražnje za novcem ima za posledicu česte oscilacije

⁴⁵ Kontraciklična monetarna politika se nadovezala na politiku jeftinog novca koja je vođena posle Drugog svetskog rata u najvećem broju zemalja u cilju oporavka ratom uništenih ekonomija.

u kamatnim stopama, stoga je orijentacija na kamatnu stopu bolja strategija nego targetiranje ponude novca odnosno monetarnih agregata.

Kontraciklično delovanje monetarne politike u novom konceptu monetarne politike je drugačijeg karaktera u odnosu na prethodni koncept. Kada se monetarna politika vodi na osnovu pravila monetarne politike, delovanje kamatne stope obezbeđuje stabilizaciju tokom ekonomskog ciklusa. U ovom konceptu, ***stabilnost kao cilj monetarne politike ugrađena je u pravilo monetarne politike***. Kada je kamatna stopa instrument monetarne politike, stabilizaciono, kontraciklično dejstvo kamatne stope postiže se njenim povećanjem u uslovima rasta inflacije iznad zacrtanog targeta (restriktivna monetarna politika) i njenim smanjivanjem u uslovima inflacije niže od targetirane (ekspanzivna monetarna politika). Prilikom određivanja visine kamatne stope, pravilo monetarne politike uzima u obzir ne samo očekivanu inflaciju već i informacije o autputu, gde pozitivan, odnosno negativan autput – gap, dat kao razlika između potencijalnog autputa i stvarnog autputa, figuriše kao varijabla u funkciji koja opisuje pravilo monetarne politike. Na ovaj način, pravilo monetarne politike samo po sebi obezbeđuje stabilizaciju ekonomske aktivnosti istovremeno sa niskom inflacijom. Odstupanje kamatne stope od neutralnog nivoa, određenog pravilom, predstavlja diskrecionu komponentu monetarne politike koja pokazuje kako centralna banka reaguje na fluktuacije u autput gap – u i stopi inflacije: „*Diskreciona komponenta monetarne politike aproksimira se odstupanjem nominalne i realne kamatne stope od Tejlorovog pravila, što treba da ukaže na to kako centralna banka odgovara na fluktuacije u autput gap-u i odstupanja od eksplicitnog ili implicitnog inflacionog targeta.*“ (IMF, 2009b: 124)

Problem sa kamatnom stopom kao instrumentom kontraciklične ekonomske politike je što su mogućnosti korišćenja kamatne stope u kontraciklične svrhe ograničene u situacijama kada su kamatne stope niske ili bliske nuli, jer više ne postoji mogućnost snižavanja kamatnih stopa u cilju ekspanzivnog delovanja na ekonomsku aktivnost (liquidity trap). U tom slučaju ipak postoji način na koji se može ekspanzivno delovati: „*Ekspanzivna monetarna politika u cilju oživljavanja privrede može biti vođena i na osnovu operacija na otvorenom tržištu kako bi se povećala likvidnost makroekonomije.*

Povećana likvidnost pomaže u oživljavanju privrede podižući očekivanja o opštem nivou cena i cenama aktive, što onda stimuliše agregatnu tražnju kroz (transmisione) kanale (monetarne politike).“ (Mishkin, 1996: 23) Operacije na otvorenom tržištu su instrument koji ima tu mogućnost da obezbedi likvidnost u sistemu i deluje podsticajno u relativno kraćem vremenskom periodu, što je veoma značajno u uslovima recesije kada treba brzo delovati, s obzirom na to da se efekat promene kamatne stope na ekonomsku aktivnost manifestuje sa dužim vremenskim pomakom.

Drugi značajan problem je efikasnost monetarne politike u uslovima šokova ponude i šokova cena (koji, uz to, mogu delovati tako da je teško napraviti razliku između jednih i drugih). Međutim, i ovde postoje mogućnosti primene monetarne politike: *„Privremeni šokovi ponude manifestuju se na različite načine, sa nekim razlikama u odgovarajućim instrumentima koje treba primeniti. Na primer, monetarna politika može korisno odgovoriti na privremeni šok ponude kada efekat na ponudu premašuje efekat na tražnju. U ovom slučaju, promene u realnim marginalnim troškovima mogu biti praćene padom cena, mada ne u potpunosti na kratak rok zbog rigidnosti cena. Tako, pri pozitivnom šoku produktivnosti, inflacija će biti niža a realne kamatne stope rastu, smanjujući komponente tražnje koje su osetljive na kamatnu stopu. U ovom kontekstu, snižavanjem kmatnih stopa, monetarna politika može pomoći u zatvaranju output gap – a“ (OECD, 2010: 51)*

Još jedna mogućnost korišćenja monetarne politike je u uslovima finansijskih šokova. Finansijski šokovi mogu se manifestovati na različite načine i mogu imati posledice i na strani agregatne ponude i na strani agregatne tražnje, tako da u zavisnosti od uzroka i načina manifestacije mogu zahtevati primenu različitih mera monetarne politike u pojedinim fazama ciklusa. Savremena tendencija u slučaju finansijskih šokova je primena prudencijalnih mera monetarne poltike, gde monetarna politika deluje preventivno na mikro i makro nivou u cilju očuvanja stabilnosti finansijskog i monetarnog sistem. Ove mere pojavljuju se u obliku mikro i makro-prudencijalnih mera kao što su promene obavezne rezerve banaka kojima se reguliše visina i struktura obavezne rezerve, prudencijalne mere vezane za kreditnu aktivnost kojima se regulišu različita pitanja u vezi sa kreditnom aktivnošću banaka (definiše se kreditna sposobnost

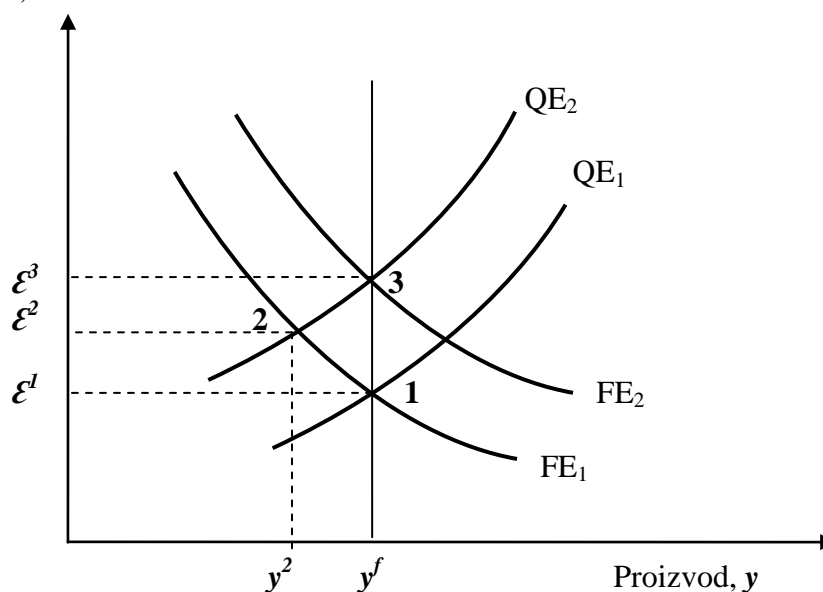
dužnika, način obračuna i visina kamate i drugi detalji procedure) i mere usmerene na očuvanje stabilnosti bankarskog sistema i očuvanje finansijske stabilnosti na makro nivou kojima se reguliše poslovanje banaka u uslovima finansijske krize. (Narodna banka Srbije, 2011)

3.3.3. Devizni kursevi i kontraciklična ekonomska politika

Pošto privremena monetarna i fiskalna ekspanzija podstiču proizvodnju i zaposlenost, pomoću njih se mogu sprečiti posledice privremenih poremećaja koji vode ka recesiji. Isto tako, u uslovima poremećaja koji izazivaju prezaposlenost mogu se neutralisati posredstvom restriktivne makroekonomske politike. Sledeći grafikoni ilustruju ovu primenu makroekonomske politike u QE – FE modelu i efekte na devizni kurs.⁴⁶

Na Grafiku I-12 prikazano je kako se monetarna i fiskalna politika mogu koristiti u uslovima recesije koja se manifestuje kao pad proizvodnje i zaposlenosti nastao usled privremenog pada svetske tražnje za domaćim proizvodima (slučaj kada poremećaj dolazi sa tržišta dobara i usluga), i kakve su posledice kontraciklične primene ovih politika na devizni kurs.

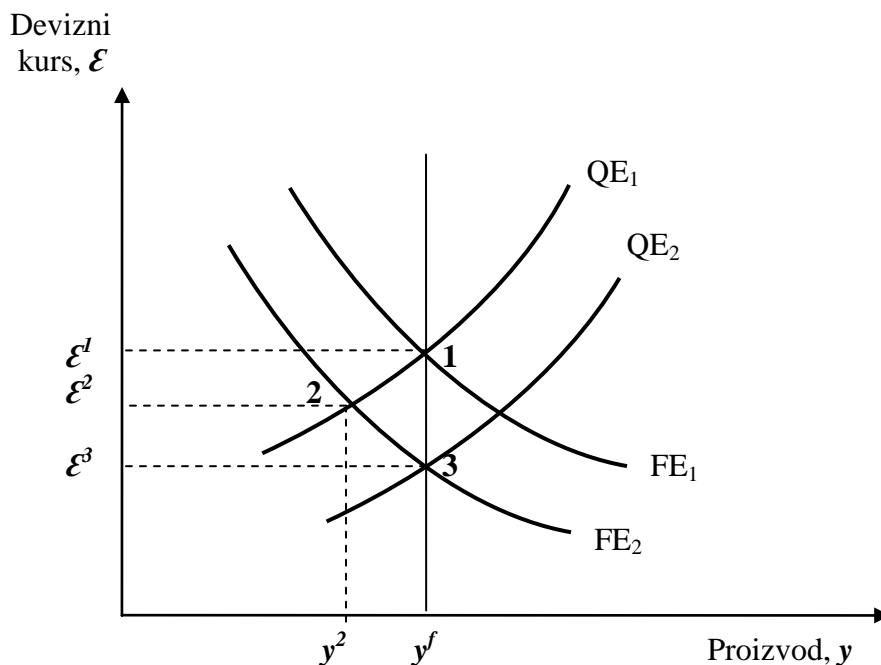
Grafik I-12 Kontraciklična monetarna i fiskalna politika u uslovima pada svetske tražnje
Devizni kurs, \mathcal{E}



⁴⁶ Dato prema: Krugman, Obstfeld, 2010: 439-440.

Na Grafiku I-12 privreda se inicijalno nalazi u tački 1 gde je proizvodnja na nivou pune zaposlenosti. Pad svetske tražnje za domaćim proizvodima dovodi do pomeranja QE_1 na QE_2 , pada proizvodnje sa y^f na y^2 i depresijacije valute sa \mathcal{E}^1 na \mathcal{E}^2 . Privreda se sada nalazi u tački 2. Rast proizvodnje i zaposlenosti i vraćanje privrede na nivo pune zaposlenosti može se ostvariti pomoću fiskalne ili pomoću monetarne ekspanzije. Privremena fiskalna ekspanzija vraća privredu u stanje pune zaposlenosti pomeranjem krive QE u njen početni položaj, natrag na QE_1 . Privremena monetarna ekspanzija vraća privredu u stanje pune zaposlenosti pomeranjem krive FE₁ na FE₂. Međutim, efekti ove dve politike na devizni kurs su različiti: fiskalna politika vraća valutu na njenu početnu vrednost, dok monetarna ekspanzija prouzrokuje dalju depresijaciju valute na nivo deviznog kursa \mathcal{E}^3 . Na Grafiku I-13 prikazani su efekti monetarne i fiskalne ekspanzije na devizni kurs u slučaju kada poremećaj dolazi sa tržišta finansijske aktive (deviznog tržišta ili tržišta novca), na primer, kao posledica privremenog porasta tražnje za novcem.

Grafik I-13 Kontraciklična monetarna i fiskalna politika u uslovima poremećaja na tržištima finansijske aktive



Na Grafiku I-13 privreda se na početku nalazi u tački 1. Usled rasta tražnje za novcem kamatna stopa raste a domaća valuta apresira, zbog čega je domaća roba skuplja i dolazi

do pada ekonomske aktivnosti. Poremećaj se manifestuje na tržištu finansijske aktive kao pomeranje krive sa FE_1 na FE_2 čime se privreda iz stanja pune zaposlenosti pomera u tački 1 pomera u tačku 2. Puna zaposlenost može da se povрати pomoću monetarne ekspanzije, ili pomoću fiskalne ekspanzije. Dve politike imaju suprotne efekte na devizni kurs: monetarna politika pomera krivu FE nazad na FE_1 i time vraća privredu na početnu poziciju uz depresijaciju valute na \mathcal{E}^1 , dok fiskalna ekspanzija dovodi do pomeranja QE_1 na QE_2 što ima za posledicu apresijaciju valute na \mathcal{E}^2 . Efekti kontraciklične primene monetarne i fiskalne politike na devizni kurs su i u ovom, kao i u prethodnom opisanom slučaju suprotni: ekspanziva monetarna politika deluje u pravcu depresijacije deviznog kursa a ekspanzivna fiskalna politika u pravcu apresijacije deviznog kursa.

Dalji efekat fiskalne ekspanzije na izvoz i platni bilans sastoji se u sledećem: apresijacija vodi smanjenju izvoza i rastu uvoza, zbog čega će deo rasta u agregatnoj tražnji koji je rezultat fiskalne ekspanzije biti „izgubljen“ kroz rast uvoza i plaćen pogoršanjem tekućeg računa platnog bilansa. Zbog toga se kaže da je fiskalna politika u režimu fleksibilnog deviznog kursa „neefikasna“ i prednost u ostvarivanju unutrašnjih ciljeva zaposlenosti i inflacije daje se monetarnoj politici. Nasuprot tome, u režimu fiksnog deviznog kursa, fiskalna politika je „efikasna“, dok je monetarna politika posvećena održavanju fiksnog deviznog kursa i spoljne ravnoteže, tako da u skladu sa Tinbergenovim *problemom pripisivanja* („*assignment problem*“) koji predstavlja jedan od postulata teorije ekonomske politike, „... *fiskalna politika treba da bude posvećena postizanju ciljeva interne ravnoteže a monetarna politika postizanju ciljeva spoljne ravnoteže.*“ (Jakšić, Prašćević, 2011: 247) U režimu fleksibilnog deviznog kursa, realnost je mnogo kompleksnija a ekonomska politika formuliše se kao kompromis između različitih ciljeva i kao kombinacija mera monetarne i fiskalne politike. Efikasnost fiskalne politike u režimu fleksibilnog deviznog kursa je, kao što je pokazano, ograničena, ali ni monetarna politika u režimu fleksibilnog deviznog kursa nije u potpunosti nezavisna od zahteva spoljne ravnoteže. Zbog čega je to tako?

Kada je monetarna politika u pitanju, prednost režima fleksibilnog deviznog kursa je u tome što ovaj režim omogućava nezavisnost monetarne politike u smislu da centralna

banka nije u obavezi da interveniše na deviznom tržištu u cilju održavanja deviznog kursa na određenom nivou, kao što je to slučaj u režimu fiksnog deviznog kursa. U režimu fiksnog deviznog kursa, monetarna politika je posvećena održanju deviznog kursa, dok je u režimu fleksibilnog deviznog kursa monetarna politika „nezavisna“, odnosno slobodna da se posveti unutrašnjim ciljevima kao što su inflacija i nezaposlenost, i može da igra stabilizacionu, kontracikličnu ulogu. Ova uloga je ipak unekoliko ograničena u savremenim uslovima slobodnog kretanja kapitala. Recimo da centralna banka želi da deluje kontraciklično tako što će povećati kamatne stope i na taj način smanjiti pritisak agregatne tražnje na zaposlenost i cene. Rast kamatne stope u uslovima slobodnog kretanja kapitala privlači inostrani kapital i dovodi do apresijacije domaće valute sa negativnim efektima na izvoz i tekući račun platnog bilansa. Ovaj efekat kamatne stope dolazi do izražaja u monetarnom režimu targetiranja inflacije, gde se monetarna politika vodi u funkciji inflacije. U situaciji kada centralna banka vodi restriktivnu monetarnu politiku, rast kamatne stope u slučaju rasta očekivane inflacije izaziva apresijaciju domaće valute. Centralna banka povećanjem kamatne stope deluje na snižavanje stope inflacije, ali po cenu apresijacije domaće valute, ugrožavanja konkurentnosti i pogoršanja deficita tekućeg računa platnog bilansa. U otvorenoj ekonomiji, dakle, postoji taj efekat kamatnih stopa na devizni kurs koji se mora uzeti u obzir, tako da monetarna politika u režimu fleksibilnog deviznog kursa nije u potpunosti nezavisna od zahteva spoljne ravnoteže.

U režimu režimu rukovođeno fleksibilnog deviznog kursa, centralna banka povremeno interveniše na deviznom tržištu. U meri u kojoj interveniše na deviznom tržištu, centralna banka gubi na nezavisnosti monetarne politike. Pa iako u režimu rukovođeno fleksibilnog deviznog kursa nije u potpunosti podređena zahtevima održanja fiksnog deviznog kursa na određenom nivou, centralna banka je konstantno suočena sa problemom balansiranja između domaćih ciljeva kao što su zaposlenost i stopa inflacije s jedne, i stabilnosti deviznog kursa i ravnoteža platnog bilansa, sa druge strane.

3.3.4. Druge prateće politike

Druge prateće politike koje imaju mogućnosti za kontracikličnu primenu obuhvataju različite strukturne politike. Strukturne politike usmerene su na poboljšanje funkcionisanja pojedinih segmenata ekonomskog sistema, stvaranje prilagodljivosti na poslovne cikluse i ostvarivanje strukturnih promena koje mogu doprineti prevazilaženju poslovnih ciklusa. Njihov cilj je da se poboljša struktura i organizacija nacionalne ekonomije i obezbede institucionalne pretpostavke za privredni rast i razvoj ekonomije. Strukturne politike podrazumevaju da postoji zakonodavna aktivnost države u cilju stvaranja institucionalnih pretpostavki za sprovođenje mera ekonomske politike, funkcionisanje ekonomskog sistema i razvoj nacionalne ekonomije i pojedinih njenih segmenata.

Uloga strukturnih politika je da kroz unapređenje funkcionisanja ekonomskog sistema i poboljšanje prilagodljivosti sistema pomažu u prevazilaženju ciklusa i da podržavaju kontracikličnu monetarnu i fiskalnu politiku: „*Odgovor autputa na šokove zavisi kako od reakcije monetarne i fiskalne politike, tako i od institucionalnog uređenja tržišta rada, tržišta proizvoda i finansijskog tržišta.*“ (Duval, Elmeskov, Vogel, 2007:17) Empirijska istraživanja su potvrdila da je strukturna politika usmerena na poboljšanje institucionalnih pretpostavki u ovim segmentima tržišta značajno doprinela ublažavanju poslovnih ciklusa u razvijenim tržišnim ekonomijama. (OECD, 2010: 43)

Uloga strukturnih politika kao podrške merama monetarne i fiskalne politike naročito dolazi do izražaja u slučaju trajnih šokova ponude. Monetarna i fiskalna politika u slučaju trajnih šokova ponude ponekad nisu dovoljne ili čak dovode do produžavanja trajanja recesije. Strukturne politike u slučaju trajnih šokova ponude treba da podrže mere kontraciklične monetarne i fiskalne politike i olakšaju prilagođavanje ekonomije i realokaciju resursa. Značajna je i karakteristika strukturnih politika da utiču na transmisionu mehanizmu različitih politika. Tako na primer, reforme na tržištu rada i regulativa tržišta dobara mogu oslabiti rigidnost cena i nadnica i povećati efikasnost monetarne i fiskalne politike. Problem sa strukturnim politikama bi mogao biti što one, sa jedne strane, mogu pomoći u prilagođavanju ekonomije na šokove i njihovom

ublažavanju, ali sa druge strane, pojedine mere ponekad mogu doprineti produžavanju trajanja recesije. Tako na primer, zaštita u slučaju nezaposlenosti može ublažiti pad dohotka i potrošnje u recesiji, ali sa druge strane, može doprineti da se nezaposlenost održi duže vremena nakon što se recesija završila.

U literaturi se za razvijene tržišne ekonomije razmatraju sledeće strukturne politike: strukturne politike u vezi sa tržištem rada, strukturne politike u vezi sa institucionalnim regulisanjem pojedinih segmenata tržišta dobara kao što je tržište nekretnina (zbog aktuelnosti uzroka recesije iz 2008.), i promene unutar poreskog sistema i poreske politike (OECD, 2010: 46). Cilj ovih analiza je da se istraže dodatni izvori prilagodljivosti ekonomije na poslovne cikluse i poboljša reagovanje sistema na šokove.

Za ekonomije u razvoju i ekonomije sa nastajućim tržištima od značaja je razvoj institucija i pravne regulative ekonomskog sistema, kao što je razvoj tržišnih institucija, razvoj institucija finansijskog i monetarnog sistema, zakonsko regulisanje i razvoj pojedinih aspekata funkcionisanja tržišta i ekonomskog sistema (privatizacija, razvoj tržišta rada, stvaranje poslovnog ambijenta...). Što se tiče veze strukturne politike i poslovnih ciklusa u ovim ekonomijama, od značaja bi mogle biti specifične politike kao što je na primer regionalna politika. Regionalna politika treba da pomogne onim regionima unutar nacionalne ekonomije, ili u slučajevima kada je ekonomija uključena u međunarodne integracije, onim ekonomijama koje nisu dobro usklađene sa konjunktornim ciklusom celine. (Kovačević, 2010: 457)

II. Kontraciklična ekonomska politika u teorijama poslovnih ciklusa

1. Pojam i karakteristike poslovnih ciklusa

Poslovni ciklusi mogu se definisati i meriti na više načina: kao **klasični ciklusi**, ili kako se još nazivaju **ciklusi nivoa**, odnosno **poslovni ciklusi** („classical“, „level“, ili samo „business cycles“), koji predstavljaju fluktuacije u nivou ekonomskih varijabli; zatim, kao **ciklusi odstupanja** („deviation cycles“), koji se dobijaju kao serije odstupanja od dugoročnog trenda i predstavljaju razliku između nivoa serije i ocenjene dugoročne komponente (dugoročnog trenda) ekonomske varijable; i najzad, poslovni ciklusi mogu se posmatrati i kao **ciklusi stopa rasta** („growth rate cycles“), koji predstavljaju serije stopa rasta nivoa varijabli. (OECD, 2010: 10)

Svaki od ovih načina posmatranja i izražavanja poslovnih ciklusa ima svoje specifičnosti i karakteristike koje zavise od načina na koji se ciklusi definišu i mere. Poznata karakteristika klasičnih poslovnih ciklusa je njihova asimetričnost: faze ekspanzije traju duže, (u proseku četiri do pet godina), za razliku od faza opadanja odnosno recesije (koje najčešće traju nekoliko kvartala). Ovo se dešava jer država u fazi recesije snažno deluje merama kontraciklične ekonomske politike kako bi podstakla ekonomsku aktivnost i ubrzala izlazak iz recesije. Još jedna karakteristika klasičnih ciklusa je da je amplituda ekspanzije obično mnogo veća od amplitude recesije. Nasuprot klasičnim ciklusima, ciklusi odstupanja i ciklusi stopa rasta su više simetrični i što se tiče amplitude i što se tiče trajanja ciklusa. Ova karakteristika za cikluse rasta proizilazi iz samog načina njihove konstrukcije, dok za cikluse u stopama rasta, kada ova karakteristika postoji, implicira da se regularnost ciklusa nije mnogo promenila tokom vremena.

Treba imati u vidu da „...Ni jedan o ova tri pristupa ne odražava u potpunosti cikličnu prirodu jedne ekonomije. Na primer, klasični ciklusi mogu se promeniti a da ciklusi

odstupanja i ciklusi rasta ostanu nepromenjeni.“ (OECD, 2010: 10) Zbog toga se sva tri pristupa poslovnim ciklusima koriste u analitičke svrhe u cilju sagledavanja pojedinih aspekata rasta i cikličnih fluktuacija.

1.1. Različiti pristupi poslovnim ciklusima

Tradicionalno, *klasični poslovni ciklusi* definisani su kao fluktuacije u nivou ekonomskih vremenskih serija. Ovaj pristup poslovnim ciklusima ustanovio je američki Nacionalni biro za ekonomska istraživanja (National Bureau of Economic Research – NBER) još 1920 – tih. U pristupu klasičnih ciklusa, poslovni ciklusi su definisani kao sekvence ekspanzije i kontrakcije u nivou velikog broja ekonomskih vremenskih serija. Ove sekvence su rekurentne ali ne i periodične; trajanje poslovnih ciklusa ovako definisanih može biti i više godina.

Ciklusi odstupanja predstavljaju fluktuacije u serijama odstupanja od trenda. Ove rekurentne fluktuacije u serijama odstupanja od trenda nazivaju se još i „ciklusi rasta“ („growth cycles“). Praktično, ciklusi rasta predstavljaju periode ubrzavanja i usporavanja ekonomske aktivnosti u kojima ekonomska aktivnost naizmenično raste i opada u odnosu na dugoročni trend. „Kontrakcije ciklusa rasta obuhvataju usporavanja, kao i apsolutna opadanja u ekonomskoj aktivnosti, dok kontrakcije klasičnih poslovnih ciklusa uključuju samo apsolutna opadanja u ekonomskoj aktivnosti (recesije).“⁴⁷ Pristup zahteva ocenu dugoročnog trenda i izdvajanje ciklične komponente iz vremenskih serija, koja se dobija kao razlika između nivoa serije i ocenjene dugoročne komponente odnosno trenda.

Klasični ciklusi su asimetrični, faze ekspanzije traju duže nego faze recesije. Za razliku od klasičnih ciklusa, ciklusi rasta kraće traju, češći su i više simetrični. Ciklusi rasta obuhvataju ne samo apsolutne već i relativne promene u ekonomskoj aktivnosti, odnosno promene u stopama rasta ekonomske aktivnosti. U serijama odstupanja od trenda, ove promene u stopama rasta manifestuju se kao fluktuacije ekonomske

⁴⁷ OECD, „Rečnik statističkih termina“, <http://stats.oecd.org/glossary/detail.asp?ID=1192>.

aktivnosti oko dugoročnog trenda. Na makroekonomskom nivou posmatrano, ovo su periodi ubrzavanja i usporavanja ekonomske aktivnosti u kojima ekonomska aktivnost naizmenično odstupa naviše i naniže u odnosu na trend.

Mada se u analizama poslovnih ciklusa uvek polazi od klasičnih ciklusa i recesije definisane u klasičnom smislu, pristup poslovnim ciklusima kao fluktuacijama u serijama odstupanja od trenda danas preovladava i usvojen je od strane mnogih međunarodnih organizacija i istraživačkih institucija. ***Ideja koja se nalazi u osnovi ovog pristupa je da se sagleda odstupanje od prosečnog rasta, što je pitanje od značaja kada se analiziraju varijabilitet rasta i izvori ekonomske nestabilnosti.*** Pristup ciklusa rasta omogućava tumačenje cikličnih fluktuacija ekonomske aktivnosti u terminima odstupanja od potencijalnog autputa, gde se ciklične fluktuacije ekonomske aktivnosti posmatraju i definišu kao fluktuacije u autput gap-u.

Pristup ciklusa rasta ima značajne analitičke prednosti u odnosu na klasičan pristup. Pristup je pogodan za analizu u slučajevima kada je broj klasičnih ciklusa mali i kada su periodi u kojima ekonomska aktivnost opada u apsolutnom iznosu retki, što je slučaj sa mnogim razvijenim tržišnim ekonomijama nakon Drugog svetskog rata. Pored toga, kako su ciklusi rasta brojniji i kraće traju, pristup omogućava cikličnu analizu na kraćim vremenskim periodima, što je značajna prednost za ekonomije u razvoju i ekonomije sa nastajućim tržištima koje imaju kratku istoriju ciklične analize i kraće ekonomske vremenske serije nego razvijene tržišne ekonomije. U pristupu ciklusa rasta, nakon eliminisanja trenda, serije postaju uporedive, lakše je identifikovati tačke prekretnice i faze ciklusa. Eliminisanje trenda iz serija omogućava da se opaze ciklične sličnosti između serija koje na prvi pogled nije moguće uočiti zbog prisustva različitog dugoročnog trenda u serijama i da se identifikuju indikatori cikličnog kretanja ekonomske aktivnosti: vodeći, koincidirajući i zaostajući indikatori cikličnog kretanja ekonomske aktivnosti.

Cikluse rasta treba razlikovati od ***ciklusa u stopama rasta***, koji predstavljaju fluktuacije u stopama rasta nivoa varijabli. Ovaj pristup je interesantan jer su serije u izvorima podataka koje publikuju nacionalne statističke službe najčešće date u stopama rasta. Pri

tome, vrhovi ciklusa stopa rasta prethode vrhovima ciklusa rasta i klasičnih ciklusa, dok vrhovi ciklusa rasta prethode vrhovima klasičnih ciklusa. U fazi recesije dešava se suprotno, recesiono dno klasičnog ciklusa prethodi dnu ciklusa rasta, jer se ekonomija i nakon dostizanja minimuma u nivou serije na nivou odstupanja od trenda još neko vreme udaljava od linije trenda. Ovo se dešava iz razloga što je oporavak ekonomije po pravilu sporiji u odnosu na intenzitet i dubinu recesije i potrebno je vreme da se stopa rasta nivoa serije izjednači sa stopom rasta trenda, odnosno sa nagibom trenda (sve dok se to ne desi, odstupanje od trenda će se povećavati). Dno ciklusa rasta i klasičnog ciklusa mogu se međutim i poklopiti, i to ukoliko dođe do snažnog i oštrog zaokreta u ekonomskoj politici i opštim uslovima privređivanja.

Identifikacija ciklusa u sva tri pristupa vrši se na osnovu određene standardizovane procedure koja obuhvata identifikaciju vrhova i dna ciklusa, određivanja faza ciklusa, dužine trajanja pojedinih faza i amplitude faza. Obrazac tačaka prekretnica u ciklusima ekonomske aktivnosti, takozvana „referentna hronologija“ („reference chronology“) ili „hronologija referentnih tačaka prekretnica“ („chronology of reference turning points“) određuje se od strane zvanične državne institucije ili etablirane međunarodne organizacije koja se bavi cikličnom analizom i datiranjem poslovnih ciklusa za zemlje članice.⁴⁸ Referentna hronologija se može datirati na osnovu kretanja više serija najvažnijih makroekonomskih varijabli (pristup NBER – a)⁴⁹, ili samo na osnovu jedne serije, takozvane „referentne serije“ („reference series“), što je pristup koji danas preovladava (ovo je pristup OECD – a)⁵⁰. Referentna serija je ekonomska serija koja reprezentuje agregatnu ekonomsku aktivnost. Kao referentna serija najčešće se koristi indeks industrijske proizvodnje, a ponekad se koristi i agregatni indeks koincidirajućih indikatora, sastavljen od najvažnijih makroekonomskih varijabli, što je čest pristup u empirijskim istraživanjima. Referentna hronologija se datira u nivou serija ili na

⁴⁸ Za američku ekonomiju poslovne cikluse datira Komitet za datiranje poslovnih ciklusa NBER – a (The NBER's Business Cycle Dating Committee). Za razvijene tržišne ekonomije članice OECD – a (29 zemalja) i još šest velikih ekonomija koje nisu članovi (Brazil, Kina, Indija, Indonezija, Ruska Federacija i Južna Afrika) poslovne cikluse datira OECD. (http://www.oecd.org/document/29/0,3746,en_2649_34349_35725597_1_1_1_1,00.html)

⁴⁹ U postupku datiranja poslovnih ciklusa, Nacionalni biro za ekonomska istraživanja posmatra veliki broj pokazatelja pri čemu se poseban naglasak stavlja na serije najvažnijih koincidirajućih indikatora: raspoloživi dohodak umanjen za transferna plaćanja, zaposlenost, industrijsku proizvodnja i promet u prerađivačkoj industriji i trgovini na veliko. (<http://www.nber.org/cycles/recessions.html#faq>).

⁵⁰ Referentna serija koju u postupku datiranja poslovnih ciklusa koristi OECD je Indeks industrijske proizvodnje.

serijama odstupanja od trenda, a ređe na serijama stopa rasta, koje su nestabilne i prethode u odnosu na klasične cikluse i cikluse rasta (mada se ciklusi identifikovani na serijama stopa rasta često koriste u istraživanjima u analitičke svrhe).

1.2. Karakteristike poslovnih ciklusa u razvijenim tržišnim ekonomijama

Karakteristike poslovnih ciklusa, takozvane *stilizovane činjenice* o ciklusima, odnose se na karakteristike ciklusa kao što su *dužina trajanja ciklusa i pojedinih faza, amplituda ciklusa, simetrija, učestalost ciklusa i ciklično kretanje ekonomskih vremenskih serija* – značajnih makroekonomskih varijabli tokom ciklusa. Stilizovane činjenice o ciklusima utvrđuju se empirijski u dugogodišnjem vremenskom periodu. Poslovni ciklusi pojedinih grupa zemalja (razvijene tržišne ekonomije, ekonomije u razvoju, ekonomije sa tržištima u nastajanju) imaju određene zajedničke karakteristike koje su posledica sličnosti ekonomskog sistema i dostignutog stepena razvijenosti tržišta i institucija. Može, međutim, biti izuzetaka, tako da se stilizovane činjenice utvrđuju za svaku ekonomiju, prate i iznova proveravaju. Šta više, vremenom može doći do promena u karakteristikama ciklusa, kako za pojedinačne ekonomije, tako i za grupe zemalja.

Najznačajnije tendencije koje su na osnovu brojnih empirijskih istraživanja uočene poslednjih decenija (od 1970 – tih) u karakteristikama ciklusa razvijenih tržišnih ekonomija su *smanjivanje varijabiliteta poslovnih ciklusa* (ublažavanje cikličnih fluktuacija odnosno smanjenje amplitude) i *asimetričnost ciklusa* (produženje faze ekspanzije u odnosu na trajanje recesije).

Smanjivanje varijabiliteta ciklusa (smanjivanje amplitude ciklusa) rezultat je delovanja velikog broja faktora. Smatra se da su faktori koji su najviše doprineli ublažavanju cikličnih fluktuacija ekonomske aktivnosti u razvijenim tržišnim ekonomijama poslednjih decenija: strukturne promene, u smislu povećanja udela usluga u ukupnoj ekonomskoj aktivnosti, uspešna ekonomska politika, a pre svega stabilizaciono usmerena monetarna

politika, poboljšanje performansi preduzeća u borbi sa cikličnim fluktuacijama koje se manifestovalo u boljem upravljanju zalihama, strategijskom pristupu ciklusima i planiranju na dugi rok, i umerenija potrošnja na strani domaćinstava. Ublažavanju cikličnih fluktuacija značajno su doprinele i finansijske inovacije, kao i novi globalni fenomeni kao što su globalizacija, rast međunarodne spoljnotrgovinske razmene i međunarodne integracije.⁵¹

Asimetričnost ciklusa zabeležena je za klasične cikluse i cikluse odstupanja od trenda: faze ekspanzije ciklusa traju duže, dok su faze kontrakcije ostale približno iste. Ova tendencija uočena je za mnoge značajne makroekonomske varijable, kao što su potrošnja i investicije. Tendencija je uočena i za neke druge značajne serije, kao što su cene stambenih objekata (OECD, 2010).

Ciklično kretanje ekonomskih vremenskih serija – najzačajnijih makroekonomskih varijabli, takođe je predmet stalnog ispitivanja i proveravanja. Na osnovu cikličnog kretanja serije se mogu klasifikovati kao *prociklične*, *kontraciklične* ili *aciklične* u odnosu na ciklično kretanje agregatne ekonomske aktivnosti. Serije se klasifikuju kao prociklične ako se vrh i dno ciklusa dešavaju približno u isto vreme kad i vrh i dno ciklusa referentne serije ili postoji sistematski odnos prethođenja ili kašnjenja u odnosu na vrhove i dna u istoj fazi ciklusa; serije su kontraciklične ako vrh ciklusa serije približno odgovara dnu ciklusa referentne serije odnosno postoji sistematski odnos prethođenja ili kašnjenja vrhova u odnosu na dna referentne serije i obrnuto; i serije su aciklične ako ne pokazuju sistematsku saglasnost sa ciklusom.

U tabeli II – 1 prikazane su karakteristike cikličnog kretanja ključnih makroekonomskih varijabli za američku ekonomiju.

⁵¹ Druga strana medalje ovih globalnih fenomena je povećana međuzavisnost ekonomija, veća izloženost ekonomija eksternim ciklusima, transmisija ciklusa između zemalja i pojava takozvanih „globalnih ciklusa“.

Tabela II-1 Ciklično ponašanje ključnih makroekonomskih varijabli u američkoj ekonomiji

Varijabla	Pravac	Tajming
Proizvodnja		
Industrijska proizvodnja	Prociklična	Koincidira
<i>Proizvodnja trajnih dobara pokazuje veći varijabilitet u odnosu na potrošna dobra i usluge</i>		
Izdaci		
Potrošnja	Prociklična	Koincidira
Privredne investicije	Prociklična	Koincidira
Investicije u stambenu izgradnju	Prociklična	Prethodi
Investicije u zalihe	Prociklična	Prethodi
Državne nabavke	Prociklična	Nije ustanovljen
<i>Izdaci za investicije pokazuju veći varijabilitet u odnosu na izdatke za potrošnju</i>		
Varijable tržišta rada		
Zaposlenost	Prociklična	Koincidira
Nezaposlenost	Kontraciklična	Neklasifikovano
Prosečna produktivnost rada	Prociklična	Prethodi
Realne nadnice	Prociklična	Nije ustanovljen
Ponuda novca i inflacija		
Ponuda novca	Prociklična	Prethodi
Inflacija	Prociklična	Zaostaje
Finansijske varijable		
Cene akcija	Prociklična	Prethodi
Nominalne kamatne stope	Prociklična	Zaostaje
Realne kamatne stope	Aciklična	Nije ustanovljen

Izvor: Abel, Bernanke, Croushore (2008), str. 290.

Stilizovane činjenice o ciklusima koje su utvrđene za američku ekonomiju zabeležene su i za druge razvijene tržišne ekonomije: empirijskim istraživanjima utvrđeno je da ciklično kretanje većine makroekonomskih vremenskih serija u razvijenim tržišnim ekonomijama ima sličan ciklični obrazac.

Dalje ispitivanje cikličnog kretanja ekonomskih vremenskih serija obuhvata utvrđivanje odnosa prethodnja i kašnjenja između referente serije i drugih ekonomskih vremenskih serija pomoću statističkih i ekonometrijskih metoda i na osnovu utvrđenih pravilnosti identifikaciju *cikličnih indikatora: vodećih, koincidirajućih i indikatora koji zaostaju*

u odnosu na ciklično kretanje agregatne ekonomske aktivnosti, odnosno referentne serije. Klasifikovanjem ekonomskih vremenskih serija – najvažnijih makroekonomskih varijabli kao vodećih, koincidirajućih i indikatora koji zaostaju i analizom njihovog cikličnog kretanja dobija se potpunija slika o uzrocima, karakteristikama i načinu manifestacije poslovnih ciklusa. Još jedan korak dalje je konstrukcija kompozitnih indeksa vodećih, koincidirajućih i indikatora koji zaostaju koji se sastoje iz odgovarajućih pojedinačnih indikatora i njihovo korišćenje u cikličnoj analizi. Konstrukcija kompozitnih indeksa omogućava predviđanje poslovnih ciklusa i međunarodna poređenja sa cikličnim kretanjem ekonomske aktivnosti drugih zemalja i grupa zemalja.

U tabeli II-2 prizakazi su indikatori koji ulaze u sastav kompozitnih indeksa vodećih, koincidirajućih i indikatora koji zaostaju za američku ekonomiju. Kompozitne indekse vodećih, koincidirajućih i indikatora koji zaostaju za američku ekonomiju izračunava i objavljuje američki Konferencijski odbor (The Conference Board – CB)⁵². Pojedinačni indikatori iz kojih se kompozitni indeksi sastoje deo su baze podataka od preko 250 serija indikatora poslovnih ciklusa (Business Cycles Indicators – BCI) koje zajedno prikupljaju i objavljuju američko Ministarstvo trgovine (Department of Commerce) i Konferencijski odbor.

Tabela II-2 Vodeći, koincidirajući i indikatori koji zaostaju za američku ekonomiju

<i>Šifra serije</i>	<i>Indeks vodećih indikatora</i>
1.BCI – 01	Prosečan broj časova rada nedeljno u prerađivačkoj industriji
2.BCI – 05	Prosečan broj nedeljnih zahteva za osiguranje protiv nezaposlenosti
3.BCI – 08	Nove narudžbine proizvođača (potrošačka dobra i materijal)
4.BCI – 32	Brzina isporuke narudžbina industriji
5.BCI – 27	Nove narudžbine proizvođača (kapitalna dobra)
6.BCI – 29	Građevinske dozvole za privatne kuće
7.BCI – 19	Cene 500 najznačajnijih akcija
8.BCI – 106	Ponuda novca, novčana masa M
9.BCI – 129	Raspon kamatne stope (kamata na desetogodišnje obveznice Trezora minus kamatna stopa na federalna sredstva)
10.BCI – 83	Indeks očekivanja potrošača

⁵² The Conference Board je američka neprofitna organizacija koja se bavi makroekonomskim analizama, prognozama i tržišnim istraživanjima u cilju unapređenja američke ekonomije i menadžmenta. Saopštenja o kompozitnim indeksima i metodologija izrade kompozitnih indikatora mogu se naći na: www.conference-board.org.

Indeks koincidirajućih indikatora

1.BCI – 41	Zaposleni u nepoljoprivrednim delatnostima
2.BCI – 51	Lična primanja minus transferna plaćanja
3.BCI – 47	Indeks industrijske proizvodnje
4.BCI – 57	Prodaja u prerađivačkoj industriji i trgovini

Indeks indikatora koji zaostaju

1.BCI – 91	Prosečno trajanje nezaposlenosti
2.BCI – 77	Racio zaliha u odnosu na prodaju (u prerađivačkoj industriji i trgovini)
3.BCI – 62	Troškovi rada po jedinici proizvoda (u prerađivačkoj industriji)
4.BCI – 109	Prosečna kamatna stopa na međubankarskom tržištu
5.BCI – 101	Nevraćeni krediti u trgovini i industriji
6.BCI – 95	Racio zaduženja u odnosu na lična primanja
7.BCI – 120	Indeks potrošačkih cena usluga

Izvor: The Conference Board,

<http://www.conference-board.org/data/bci/index.cfm?id=2160>

U američkoj ekonomiji, privredni ciklusi se tretiraju kao kompleksan fenomen na koji utiče veliki broj faktora, u čijim uticajima se mogu prepoznati elementi više teorija: *"Ima tu više različitih koncepata, posebno što se tiče različitih reakcija u sistemu cena, lag – ova prodajnih cena u odnosu na kupovne cene ili troškove, efekata u promenama marginalnog profita, ukupnog profita i difuzije profita na investicije i ukupnu poslovnu aktivnost. Tu su i druge značajne komponente, kao što su lag – ovi izdataka u odnosu na primanja, investicionih troškova i isporuka u odnosu na investicione odluke i narudžbine, odgovori monetarnog i bankarskog sistema koji rezultiraju u promenama u troškovima i raspoloživosti kredita, u očekivanjima, itd. Dokazi koje je Nacionalni Biro prikupio i ispitaio ukazuju da ovi procesi, uprkos njihovoj raznovrsnosti i složenosti, pokazuju značajan stepen konzistentnosti u ciklusima koji se smenjuju."* (Zarnowitz, 1992, str.156) Svi ovi uticaji ogledaju se u cikličnom kretanju velikog broja različitih indikatora i imaju za posledicu složene odnose međuzavisnosti u odnosima između serija i sa agregatnim ciklusom.

2. Kontraciklična ekonomska politika u savremenim makroekonomskim teorijama

Savremeni pristup poslovnim ciklusima danas je uglavnom empirijski, gde se empirijskim istraživanjima utvrđuju činjenice o ciklusima, uzroci i karakteristike ciklusa, ispituje se ciklično kretanje ključnih makroekonomskih varijabli i na osnovu ovih rezultata formulišu mere kontraciklične ekonomske politike. Ipak, osnovu za formulisanje kontraciklične ekonomske politike i dalje čini makroekonomska teorija: *„Dizajn koherentne ekonomske politike usmerene na postizanje prihvatljive stope ekonomskog rasta i redukovanje agregatne nestabilnosti zavisi od raspoloživosti interno konzistentnog teorijskog modela ekonomije koji može na zadovoljavajući način da objasni ponašanje glavnih makroekonomskih varijabli i nije odbačen raspoloživim empirijskim dokazima.“* (Snowdown, Vane, 2005: 4) Kreatori ekonomske politike na najvišem nivou – velike međunarodne organizacije i finansijske institucije kao što su Međunarodni monetarni fond i OECD, po pravilu se oslanjaju na teoriju i teorijske modele kada žele da obrazlože predloge pojedinih mera kontraciklične ekonomske politike i da analiziraju rezultate njihove primene. Pozivanje na teoriju i teorijske modele u procesu formulisanja ekonomske politike je princip koji poštuju i kreatori ekonomske politike na nivou nacionalnih ekonomija.

Međutim *„... tokom dvadesetog veka, ekonomisti su se često, nekad i suštinski, razlikovali po tome šta smatraju „tačnim“ modelom ekonomije. Kao rezultat, produžena neslaganja i kontroverze su često karakterisale istoriju makroekonomske misli.“* (Snowdown, Vane, 2005: 4) Ova neslaganja odrazila su se i na shvatanje poslovnih ciklusa. Empirijska istraživanja s vremena na vreme bi potvrdila ili opovrgla neke od teorijskih postavki savremenih makroekonomskih teorija, dok je dinamičan razvoj ekonomske teorije i neprekidna interakcija međusobno suprotstavljenih

istraživačkih programa nastavljao da vrši uticaj na mnogobrojna ekonomska pitanja pa i na shvatanje poslovnih ciklusa.

Tako su savremene makroekonomske teorije na različite načine objasnile poslovne cikluse, mehanizam generisanja recesionih procesa i uzroke cikličnih fluktuacija.⁵³ Razlike u shvatanjima poslovnih ciklusa proizilaze iz osnovnih postavki svake od teorija i modela ekonomije koji teorije zastupaju. Pored toga, vreme u kome su ove teorije formulisane, društveni i ekonomski trenutak u kome su formulisane, dostignut stepen u razvoju statističke i ekonometrijske metodologije, vrste šokova u aktuelnom ekonomskom trenutku i faze ciklusa u kojima su teorije formulisane, sve to je u velikoj meri uticalo na shvatanje poslovnih ciklusa savremenih makroekonomskih teorija. Njihovo definisanje se proteže na period od 1930 – tih i Kejnsova pa sve do modernih neokejnzijanaca, tako da svaka od savremenih makroekonomskih teorija na specifičan način oslikava istorijski i ekonomski trenutak u kome je definisana i karakteristike poslovnih ciklusa u periodu u kome je definisana. Svaka od ovih teorija daje svoje vidjenje poslovnih ciklusa, svoje mišljenje o tome šta su uzroci cikličnih fluktuacija, kako se poslovni ciklusi manifestuju, kakve su posledice ciklične nestabilnosti i na koji način postupati u njihovom prevazilaženju. U skladu s tim, razlikuju se i preporuke ekonomskoj politici.

2.1. Kejnsovo objašnjenje poslovnih ciklusa

Pre Kejnsova, razvoj teorija o ekonomskim fluktuacijama može se podeliti u dve faze: „Prva odgovara klasičnoj političkoj ekonomiji (XVIII u XIX veka). Druga faza otpočinje 1870-ih, sa razvojem neoklasične ekonomije, koja se bazirala na marginalističkoj analizi i teoriji opšte ravnoteže.“ (Praščević, 2008: 60) Međutim, tek sa Kejnsovom po prvi put objašnjenje poslovnih ciklusa proizilazi iz jedne **celovite teorije** koja objašnjava formiranje dohotka i zaposlenosti: „... Kejnsova je pokušao da pruži novo objašnjenje

⁵³ Pregled savremenih teorija poslovnih ciklusa može se naći u (Ralf, 2000) i još detaljnije u (Praščević, 2008).

cikličnih privrednih kretanja koje integriše sve elemente opšte teorije.” (Praščević, 2008: 99)⁵⁴

Kejnsovo shvatanje poslovnih ciklusa u periodu pre *Opšte teorije zaposlenosti, kamate i novca* razlikuje se u odnosu na shvatanja koja iznosi u ovom delu. U svojim ranim radovima – *Traktat o monetarnoj reformi* iz 1923. i *Rasprava o novcu* iz 1930. godine, Kejns je ciklična kretanja posmatrao prevashodno u smislu fluktuacija u nivou cena i posledica koje ove fluktuacije imaju na tražnju za novcem, kamatnu stopu, investicije, raspodelu i zaposlenost. U *Traktatu o monetarnoj reformi*, Kejns analizira uticaj promene cena – inflacije i deflacije na promene u raspodeli i proizvodnji: „*Rast cena deluje stimulatивно na preduzeća i koristan je za poslovnog čoveka... Ukoliko se predviđa rast cena, porast zaduživanja u nameri da se iskoriste prednosti rasta cena utiče na rast novčane (nominalne) kamatne stope. Ovo je jedan od razloga zbog kojih u periodu rasta cena raste i kamatna stopa... Šta više, nije neophodno da dodje do porasta nivoa cena da bi kamatna stopa porasla, dovoljno je da postoji očekivanje rasta cena... Deflacija pak ima suprotan efekat i odgovara visokim realnim kamatnim stopama, što može da ima razoran efekat na poslovanje... Pad cena izaziva gubitke i dovodi do pada proizvodnje. Dok cene padaju, zalihe se rasprodaju, a nezaposlenost raste...“ (Keynes, 1924: 18-26)*

Iako deluje povoljno na ekonomsku aktivnost, inflacija može da ima i negativno dejstvo, jer nakon određenog vremena vodi preteranom stimulanju industrijske aktivnosti, utiče na rast kamatne stope i deluje nepovoljno na investicije. Deflacija pak vodi osiromašenju radnika i preduzeća i smanjivanju proizvodnje. Zbog toga monetarni autoriteti treba da merama ekonomske a pre svega monetarne politike deluju u pravcu održanja stabilnosti vrednosti novca i očuvanja cenovne stabilnosti i da suzbijaju očekivanja u pogledu promene opšteg nivoa cena. (Keynes, 1924: 38)

Polazeći od kvantitativne teorije novca, Kejns ciklična kretanja posmatra pre svega kao fluktuacije u tražnji za realnim novčanim bilansima.⁵⁵ Mogućnosti za vođenje

⁵⁴ Počeci razvoja teorija poslovnih ciklusa i pregled teorijskih koncepata o cikličnim fluktuacijama pre Kejnsova detaljno su izloženi u: Praščević, 2008: 59-68.

monetarne politike zasnivaju se prema Kejnsmu na upravljanju bankarskom (kamatnom) stopom, novčanom masom i stopom rezervi banaka. Monetarna politika u cilju očuvanja cenovne stabilnosti treba da se vodi pre svega preko uticaja na tražnju za realnim novčanim sredstvima, na osnovu jednačine:

$$n = p(k + rk') \quad (\text{II-1})$$

gde je n nominalna novčana masa, p predstavlja opšti nivo cena, k i k' predstavljaju tražnju za realnim novčanim bilansima i realnim depozitima, dok je r stopa rezervi banaka. Stabilizovanje nivoa cena treba da se sastoji u stabilizovanju uticaja na k i k' , a ukoliko je to neizvodljivo, na variranju novčane mase i stope rezervi banaka kako bi se uravnotežila kretanja k i k' . Uobičajeni metod da se stabilizuje uticaj nad k i k' , naročito na k' je bankarska stopa. (Keynes, 1924: 85)

Kejns nastavlja da razvija svoje stavove o ciklusima u *Raspravi o novcu*, gde analizira međuzavisnost štednje i investicija, njihov uticaj na cene i na ciklična kretanja. Ciklična kretanja posmatra kao posledicu su nejednakosti između štednje i investicija: ukoliko postoji višak investicija u odnosu na štednju, privreda se nalazi u fazi ekspanzije, a ukoliko postoji višak štednje, privreda se nalazi u fazi kontrakcije. Fluktuacije opšteg nivoa cena posledica su sledećih ekonomskih kretanja: nejednakosti prirodne i tržišne kamatne stope, nejednakosti štedenje i investicija i postojanja enormno visokih dobitaka i gubitaka. „Kreditni ciklus“, kako ga Kejns naziva (isti naziv za cikluse zadržaće se i u *Opštoj teoriji...*), posledica je razlike između tržišne kamatne stope i njenog prirodnog nivoa.

U skladu sa ovakvim shvatanjem ciklusa proizilazio je i značaj koji je Kejns pridavao uticaju monetarne politike i kamatnoj stopi u otklanjanju cikličnih kretanja. Monetarna politika treba da obezbedi stabilnost cena i uticaj na dugoročnu kamatnu stopu, pre svega preko kratkoročne kamatne stope a zatim i korišćenjem operacija na otvorenom tržištu. Snižavanje dugoročne kamatne stope treba da stimuliše investicije u uslovima

⁵⁵ Kejns je u tom periodu zastupao kvantitativnu teoriju novca, Maršalovu varijantu (“Cambridge cash – balance approach“), gde u jednačini $M=kPY$, pod pretpostavkom da su k i Y konstantni, novčana masa M determiniše nivo cena P a povećanje ponude novca dovodi do neravnoteže u odnosu na tražnju za novcem ($M > M_d$), gde cene rastu.

krize. Kejns je u tom periodu verovao u mogućnost uticaja na dugoročnu kamatnu stopu preko kratkoročne kamatne stope, što je bio stav koji je kasnije u *Opštoj teoriji zaposlenosti, kamate i novca* odbacio. Ipak, kako je uticaj kratkoročne na dugoročnu kamatnu stopu spor, Kejns je zagovarao i koršišćenje operacija na otvorenom tržištu kako bi se efikasnije delovalo na sniženje dugoročne kamatne stope u uslovima krize. Osim toga, Kejns je ukazivao na ograničenja monetarne politike u uslovima zlatnog standarda i predlagao politiku javnih radova kao „drugi najbolji metod“.⁵⁶

Stavovi Kejnisa o fluktuacijama cena, ciklusima i monetarnoj politici pre *Opšte teorije zaposlenosti, kamate i novca* zasnovani su na postavkama kvantitativne teorije novca i nastavljaju se na stavove neoklasičara Alfreda Maršala, Knuta Viksela i Artura Sesila Pigua a u nekim svojim delovima predstavljaju i njihovu dalju razradu. Sa izgradnjom sopstvene *opšte teorije*, kod Kejnisa dolazi do promene u načinu posmatranja ciklusa, određivanju uzroka ciklusa i u preporukama ekonomskoj politici.

2.1.1. Poslovni ciklusi u *Opštoj teoriji zaposlenosti, kamate i novca*

Kejns nije razvio posebnu teoriju poslovnih ciklusa već je poslovne cikluse posmatrao u okviru svoje *opšte teorije* u delu *Opšta teorija zaposlenosti, kamate i novca* iz 1936. godine. Kejns pristupa objašnjenju ciklusa u okviru *Opšte teorije...* u 22. poglavlju koje nosi naziv „*Notes on the Trade Cycle*“. U ovom poglavlju on definiše cikluse, određuje uzroke cikličnih fluktuacija i predlaže mere ekonomske politike.

Za razliku od insistiranja na fluktuacijama cena kao ključnom uzroku ciklusa u svojim prethodnim radovima, Kejns u *Opštoj teoriji...* ciklične fluktuacije posmatra kao posledicu fluktuacija u sklonosti potrošnji, stanju preferencije likvidnosti i marginalnoj efikasnosti kapitala.⁵⁷ Od ova tri uzroka, najvažniji uzrok ciklusa su fluktuacije u

⁵⁶ Dato prema: Prašćević, 2008: 69-77.

⁵⁷ Marginalnu efikasnost kapitala Kejns definiše kao očekivani profit, odnosno prinos na investicije. Praktično, u pitanju je diskontna stopa pomoću koje se izračunava neto sadašnja vrednost budućih prinosa na investicije.

marginalnoj efikasnosti kapitala. Marginalna efikasnost kapitala, pored obima postojeće kapitalne imovine i troškova proizvodnje kapitalne opreme, zavisi u velikoj meri i od očekivanja o budućoj profitabilnosti investicija. Očekivanja o budućoj profitabilnosti investicija su značajna jer, prema Kejsnovoj *opštoj teoriji*, nivo outputa i zaposlenosti zavisi od nivoa investicija.

Pod cikličnim kretanjem Kejns podrazumeva smenjivanje faza poleta i krize. „...*Kako sistem napreduje u svom uzlaznom kretanju, tako sile koje ga guraju naviše postepeno gube svoju snagu da bi u izvesnoj tački bile zamenjene silama koje deluju u suprotnom pravcu... Postoji određen stepen regularnosti u smenjivanju i trajanju tih uzlaznih i silaznih kretanja koji se može raspoznati... Kriza se pojavljuje naglo i iznenada, dok, po pravilu, ne postoji tako jasna tačka zaokreta kada se silazno kretanje zamenjuje uzlaznim...*“ (Keynes, 1936:). Uzrok krize leži pre svega u naglom opadanju marginalne efikasnosti kapitala, do koga dolazi kada u jednom momentu tokom kasnijih faza poleta, pesimistička očekivanja zamene optimistička koja su do tada preovladavala.

Nagli pad marginalne efikasnosti kapitala često je praćen rastom kamatne stope, što samo dodatno pogoršava opadanje investicija, mada Kejns smatra da je pad marginalne efikasnosti kapitala ipak odlučujući za izbijanje krize: „*Taj faktor (rast kamatne stope, prim. J. R-S) može povremeno svakako pogoršati, a ponekad možda i inicirati zbivanja. No ja mislim da je tipičnije i često predominantno objašnjenje krize naglo smanjenje granične efikasnosti kapitala... Tako činjenica da nagli pad u marginalnoj efikasnosti kapitala ima tendenciju da bude praćen rastom kamatne stope može ozbiljno pogoršati opadanje u investicijama. Ali suštinu stvari treba tražiti u naglom padu granične efikasnosti kapitala, naročito u slučaju onih vrsta kapitala koji su najviše doprineli prethodnoj fazi velikih novih investicija.*“ (Keynes, 1936: 197)

Značajan elemenat Kejnsove teorije je koncept marginalne sklonosti potrošnji od koje zavisi veličina multiplikatora.⁵⁸ Pad u marginalnoj efikasnosti kapitala negativno utiče na sklonost potrošnji, koja se smanjuje. A zbog multiplikatora investicija, svaki poremećaj u izdacima za investicije imaće još veći uticaj na agregatni output i

⁵⁸ Kejns definiše multiplikator investicija kao racio promene dohotka u odnosu na promenu u izdacima za investicije.

zaposlenost. Praktično, „Svaka fluktuacija u investicijama koja nije kompenzirana promenom u sklonosti potrošnji imaće za rezultat fluktuacije u zaposlenosti“ (Keynes, 1936:).

Element očekivanja i neizvesnosti u pogledu budućeg prinosa na investicije koji Kejnsov uvodi u analizu svrstava njegovu teoriju poslovnih ciklusa u psihološke teorije. „Esktremna nesigurnost preduzeća u pogledu budućih prinosa na investicije leži u srcu Kejnsovog objašnjenja poslovnog ciklusa. U njegovoj analizi nestabilnosti nagle fluktuacije u marginalnoj efikasnosti kapitala proizvode šok koji pomera realnu agregatnu tražnju; to će reći, glavni uzrok ekonomskih fluktuacija dolazi sa realne strane ekonomije, koju opisuje IS kriva“ (Snowdon, Vane, 2005: 59).

Kejnsovo shvatanje poslovnih ciklusa proizilazi iz koncepta efektivne tražnje koji čini osnovu njegove opšte teorije. U Kejnsovoj opštoj teoriji nivo outputa i zaposlenosti su u potpunosti određeni agregatnom tražnjom, dok su ograničenja na strani ponude ignorisana. Glavni izvor nestabilnosti u ekonomiji su kolebanja u agregatnoj tražnji pod uticajem promena u agregatnim izdacima: „... zavisnost agregatnog outputa i zaposlenosti od agregatnih izdataka (C+I) stvara potencijal za nestabilnost, pošto su izdaci za investicije obično nestabilni zahvaljujući uticaju poslovnih očekivanja u vezi sa neizvesnom budućnošću.“ (Snowdon, Vane, 2005: 63). Zbog toga je ključno za smanjivanje agregatne nestabilnosti da se investicije stabilizuju na nivou koji može da obezbedi punu zaposlenost.

2.1.2. Kontraciklična politika kod Kejnsova

Kontraciklična politika u Opštoj teoriji zaposlenosti kamate i novca obuhvata mere monetarne i fiskalne politike kojima se podstiču investicije i potrošnja. Investicije moraju biti povećane kako bi se povećali dohodak i zaposlenost, a ova dužnost pre svega treba da pripadne državi. Oporavak privrede u uslovima krize nije lako podstaći, u situaciji kada su fiksni kapital i zalihe prekomerni, a marginalna efikasnost kapitala na tako niskom nivou da se jedva može oporaviti, niti ga treba prepustiti samo delovanju

tržišta: „*U uslovima laissez – fair – a, izbegavanje velikih fluktuacija zaposlenosti može se, dakle, pokazati nemogućim bez dalekosežne promene psihologije na tržištu investiranja, kakvu nema razloga očekivati (da se desi sama od sebe i koju samo država može da podstakne, prim. J. R-S). Zaključujem da se dužnosti naručivanja tekućeg obima investicija ne može prepustiti pojedincima (to jest, privatnom sektoru, prim. J. R-S).*“ (Keynes, 1936: 200)

Kejns je prvi naglašavao potrebu za upravljanjem agregatnom tražnjom kako bi se obezbedila stabilnost autputa i zaposlenosti. Potreba za upravljanjem tražnjom neophodna je ne samo u uslovima krize, već i u uslovima poleta, da bi se sprečilo, s jedne strane, preterano investiranje (*over-investment*), a sa druge, da bi se privreda što duže održala u stanju poleta, takozvanom *kvazi - poletu*. „... *Lek za poslovni ciklus nije da se spreči polet i privreda trajno zadrži u stanju niske privredne aktivnosti, već da se spreči kriza i privreda trajno održi u stanju kvazi – poleta.*“ (Keynes, 1936: 201) Upravljanje tražnjom je značajno i da ne bi došlo do inflacije, jer kada se postigne puna zaposlenost, nadnice i cene će se povećavati proporcionalno povećanju agregatne tražnje.

U svojim prethodnim radovima Kejns pridaje značaj monetarnoj politici kao sredstvu za stabilizovanje cena i otklanjanje cikličnih kretanja. U *Opštoj teoriji...*, upravljanje agregatnom tražnjom u cilju stabilizacije ciklusa treba da se obezbedi prevashodno putem fiskalne politike koju će sprovoditi država, jer je Kejns smatrao da su mogućnosti monetarne politike ograničene, naročito u uslovima duboke recesije. Monetarne politika jeste delotvorna ali samo donekle: „*Neizvesna budućnost stvara želju za likvidnošću, tako da varijacije u tražnji za novcem kao i promene u ponudi novca mogu uticati na autput i zaposlenost. Dakle, u Kejnsovom modelu klasična postavka da je količina novca neutralna je odbačena. Povećanje u ponudi novca, kroz snižavanje kamatne stope, može stimulisati agregatnu potrošnju preko povećanja u investicijama i efekta multiplikatora. ... Ipak, Kejns je prepoznao da moć monetarne politike može biti ograničena, naročito u dubokoj recesiji. Ukoliko se za monetarnu politiku ispostavi da je slaba ili neefikasna, agregatna potrošnja treba da bude stimulisana direktno preko državnih izdataka ili indirektno, preko promene poreza što stimuliše potrošnju kroz*

povećanje raspoloživog dohotka domaćinstava.“ (Snowdon, Vane, 2005: 63) Neefikasnost monetarne politike u uslovima duboke krize proizilazi iz činjenice da marginalna efikasnost kapitala može tako nisko pasti da nikakvo snižavanje kamatne stope nije dovoljno da obezbedi odgovarajući nivo investicija.

Kao što ni kriza ne može da se spreči niskom kamatnom stopom, „... *tako ni polet ne može da se izbegne visokom kamatnom stopom. Šta više, ima više dokaza da je visoka kamatna stopa efikasnija protiv poleta, nego niska kamatna stopa u uslovima krize.*“ (Keynes, 1936: 200) Ovo je suprotno stavovima iznetim u *Traktatu o monetarnoj politici* i *Raspravi o novcu*, gde Kejnsmatra da je upravo monetarna politika ta koja treba da pokrene privredu. Pošto je obrazložio problema u korišćenju monetarne politike i ograničenja u snižavanju kamatne stope, Kejnsm zaključuje da treba na neki drugi način podsticati potrošnju: „*Lek bi onda bio u različitim merama kreiranim da povećaju sklonost potrošnji, bilo kroz preraspodelu, bilo na neki drugi način; tako da bi za dati nivo zaposlenosti bio dovoljan i manji nivo tekućih investicija.*“ (Keynes, 1936: 202) Ove mere i investicije treba da obezbedi država putem pre svega fiskalne politike odnosno rasta državnih izdataka.

2.1.3. Kejnsmijanski pristup poslovnim ciklusima i koncepcija ekonomske politike

Na ključnim stavovima Kejnsm o uzrocima poslovnih ciklusa i stabilizacionoj politici razvijala se u periodu nakon Drugog svetskog rata kejnsmijanska teorija i koncepcija ekonomske politike. Kejnsmijanski pristup poslovnim ciklusima i ekonomskoj politici zasnovan je na sledećim stavovima (Snowdon, Vane, 2005: 146):

1. Moderne industrijske ekonomije podložne su recesijama koje su primarno uzrokovane nedostatkom agregatne efektivne tražnje. Recesije su neželjena odstupanja od ravnoteže i pune zaposlenosti koje su prouzrokovane šokovima tražnje koji proističu iz različitih izvora, kako realnih, tako i monetarnih;

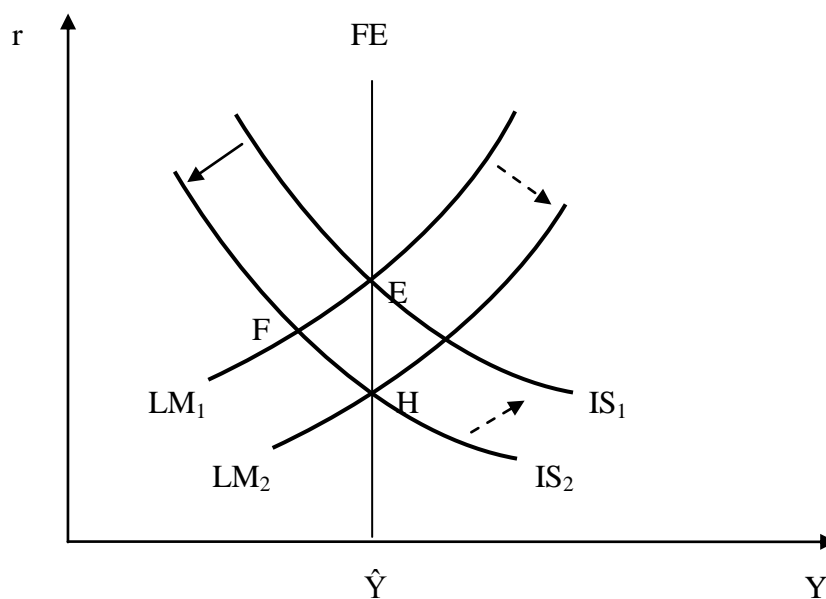
2. Zaposlenost i autput pozitivno će reagovati na dodatnu realnu tražnju bez obzira iz kog izvora da potiče, sa strane ponude ili sa strane tražnje (nasuprot neoklasičarima koji posmatraju samo šokove odnosno stimulanse na strani ponude);
3. Nezaposlenost je većim svojim delom nevoljna nezaposlenost i sastoji se od ljudi koji nemaju posao ali su spremni da rade, za razliku od gledišta mnogih monetarista, neoklasičara i teoretičara realnih poslovnih ciklusa, koji smatraju da je nezaposlenost voljna;
4. Tržišna ekonomija je podložna fluktuacijama u agregatnom autputu, nezaposlenosti i cenama, koje treba da budu korigovane merama ekonomske politike a diskreciona ekonomska politika treba da koordinira mere kako fiskalne tako i monetarne politike. Kejnzijanski stavovi su vremenom oevoluirali a „Neokejnzijanska neoklasična sinteza“ prepoznala je značaj mera monetarne politike kao ravnopravnih merama fiskalne politike u stabilizaciji agregatne tražnje;
5. U savremenim tržišnim ekonomijama cene i nadnice nisu savršeno fleksibilne i zbog toga će promene u agregatnoj tražnji, anticipirane i neanticipirane, imati veliki uticaj na kratak rok na realan autput i zaposlenost, i to pre nego na nominalne varijable. S obzirom na rigidnost cena, kriva ponude na kratak rok ima pozitivan nagib, barem dotle dok ekonomija ne dosegne ravnotežni nivo pune zaposlenosti;
6. Poslovni ciklusi predstavljaju fluktuacije u autputu, koje su neželjena odstupanja od dugoročnog trenda koji predstavlja ravnotežni nivo pune zaposlenosti;
7. Kreatori ekonomske politike mogu se suočiti sa ne-linearnim odnosom između inflacije i nezaposlenosti na kratak rok – njihov odnos ne mora biti stabilan kao što se to jedno vreme, tokom 1960-tih smatralo;
8. Neki od Kejnzijanaca su podržavali i privremenu upotrebu politike dohodaka kao dodatni instrument ekonomske politike neophodan za simultano postizanje pune zaposlenosti i cenovne stabilnosti;
9. Tradicionalna Kejnzijanska makroekonomija bavi se problemima kratkoročne nestabilnosti i ne pretenduje da bude primenjena na pitanja rasta i razvoja. Međutim, kroz razvoj kejnzijanskih stavova u pravcu uključivanja mera

monetarne politike koje se odnose na investicije i formiranje kapitala ukazano je i na značaj i posledice ove politike po dugoročni rast, proizvodni kapacitet ekonomije i potencijalni output.

Neki od ovih stavova inkorporirani su u savremena neokejnzijanska stanovišta a srž Kejnzijanske koncepcije, zasnovana na upravljanju agregatnom tražnjom putem fiskalne politike, ostala je kao trajan doprinos makroekonomskoj teoriji i politici.

Na koji način se može postići ovo upravljanje agregatnom tražnjom i koje mogućnosti stoje na raspolaganju kreatorima ekonomske politike? IS-LM model prikazan na Grafiku II-1 rezimira mogućnosti i efekte primene monetarne i fiskalne politike u stabilizaciji ekonomskih tokova.

Grafik II-1 Stabilizaciona politika u Kejnzijanskom modelu



Neka se ekonomija inicijalno nalazi u tački opšte ravnoteže E, odnosno u tački preseka krivih IS, LM i FE (kriva FE označava ravnotežu na tržištu rada i output na nivou pune zaposlenosti). Pretpostavimo da se usled negativnog šoka na strani agregatne tražnje privreda našla u recesiji u tački F (na primer, ukoliko je došlo do pada poverenja potrošača, smanjenja potrošnje i povećanja štednje, što je pomerilo krivu IS₁ naniže u

IS₂). Kreatorima ekonomske politike u stabilizovanju fluktuacija dohotka i zaposlenosti na raspolaganju su sledeće mogućnosti:

1. ***Nema promena u ekonomskoj politici.*** Bez državne intervencije, ekonomija će se sama vratiti u stanje pune zaposlenosti. Cene će tokom vremena početi da padaju, što će povećati realnu ponudu novca, tako da će se kriva LM₁ pomeriti u desno i naniže u LM₂ a privreda sama vratiti u stanje pune zaposlenosti u tački H. Nedostatak ovakve strategije je gubitak u autputu tokom perioda u kome se ekonomija nalazi ispod nivoa pune zaposlenosti.
2. ***Povećanje ponude novca.*** Umesto da čekaju da se ekonomija sama vrati u stanje opšte ravnoteže, kreatori ekonomske politike povećavaju ponudu novca, što takođe pomera LM₁ u položaj LM₂. Ako se cene prilagođavaju sporo, na ovaj način ekonomija će se brže vratiti na nivo pune zaposlenosti nego u prethodnom slučaju.
3. ***Povećanje državnih izdataka.*** U ovom slučaju, kretarori ekonomske politike pomeraju krivu IS₂ na više i udesno u položaj IS₁ tako da će se sada ekonomija vratiti na nivo pune zaposlenosti ali u tački E umesto u H. I u ovom slučaju, kao i u prethodnom, ekonomija se brže vraća u stanje pune zaposlenosti nego u prvom slučaju, kada je ekonomija prepuštena tržišnom mehanizmu prilagođavanja putem promene cena i postoji gubitak u autputu: „*Na osnovu izloženih alternativa jasno je da se prema kejnzijanskoj teoriji nameće zaključak u korist upravljanja agregatnom tražnjom, preko monetarne i fiskalne politike, kao načinu da se u privredi ostvari puna zaposlenost i njoj odgovarajući dohodak, brže i efikasnije nego da se privreda prepusti sama sebi.*“ (Praščević, 2008: 120).

Kejnzijanski koncept stabilizacije putem upravljanja agregatnom tražnjom bio je dominantan koncept makroekonomske politike sve do početka 1970 – tih. Kejnzijanska koncepcija ekonomske politike pokazala se uspešnom sve dok u uslovima simultanog delovanja šoka tražnje i šoka agregatne ponude tokom 1970 – tih kejnzijanska politika stimulisanja agregatne tražnje nije više bila dovoljna da podstakne zaposlenost u uslovima visoke inflacije.

2.2. Monetarizam

Monetaristički pristup poslovnim ciklusima i ekonomskoj politici je drugačiji od kejnzijanskog. U ovom pristupu, naglasak je na značaju koji ima novčana masa, za razliku od dotadašnjeg isticanja kamatne stope kod kejnzijanaca: „ *Ključni izvor cikličnih fluktuacija je promena novčane mase, koja je egzogena varijabla. U tom kontekstu monetaristički pristup je sličaj kejnzijanskom jer je i ovde reč o egzogenom šoku, u ovom slučaju monetarnom, koji će (sa strane agregatne tražnje) izazvati makroekonomsku nestabilnosti i kroz mehanizam prenošenja kroz sistem izazvati i ciklične fluktuacije.*“... monetarizam je imao određene teorijske sličnosti sa kejnzijanskom ekonomijom koje su se u prvom redu odnosile na dalji nastavak fokusiranja na stranu agregatne tražnje, ali uz različite zaključke vezane za preporuke ekonomskoj, naročito monetarnoj politici. (Praščević, 2008: 123) U terminima IS-LM modela, razlika između kejnzijanaca i monetarista je u tome što: „...*kejnzijanici polaze od horizontalnog domena LM krive i dokazuju da se dinamiziranjem tražnje (pomeranjem IS krive) dohodak i proizvodnja mogu povećati bez rasta cena; monetaristi polaze od vertikalnog domena LM krive i dokazuju da se dinamiziranjem tražnje samo povećavaju cene bez rasta dohotka.*“ (Jakšić, Praščević, 2011: 73)

Najvažniji monetaristički stavovi su (prema: Snowdon, Vane, 2005: 193):

1. Promene u ponudi novca su najvažniji, mada ne i jedini faktor koji objašnjava promene u novčanim dohocima;
2. Ekonomija je inherentno stabilna i, sem ako nije uznemirena nestabilnim monetarnim rastom, u slučaju poremećaja brzo će se vratiti u stanje dugoročane ravnoteže na nivou prirodne stope nezaposlenosti;
3. Nema trade – off-a između nezaposlenosti i inflacije na dugi rok, dugoročna Filipsova kriva je vertikalna na nivou prirodne stope nezaposlenosti;
4. Inflacija i platni bilans su u suštini monetarni fenomeni;
5. U vođenju ekonomske politike kreatori ekonomske politike bi trebali da slede pravila u određivanju monetarnih agregata kako bi se osigurala dugoročna stabilnost cena, sa fiskalnom politikom kojoj treba da prirada tradicionalna uloga u smislu uticaja na distribuciju dohotka i alokaciju resursa.

Monetaristička averzija prema aktivnoj stabilizacionoj politici, kako monetarnoj, tako i fiskalnoj je glavno pitanje po kome se ortodoksni monetaristi razlikuju od kejnzijanaca. Najvažniji ciljevi ekonomske politike prema monetaristima su stabilnost opšteg nivoa cena i stabilnost dohotka (koju je moguće postići ukoliko se ekonomija ne uznemirava stalnim promenama monetarne politike). Da bi se ova dva cilja ostvarila, monetaristi se zalažu za monetarnu politiku zasnovanu na pravilima i stabilnu (i prema Fridmanu, konstantnu) stopu monetarnog rasta. Prema Fridmanu, stopa monetarnog rasta bi trebalo da bude dugoročno stabilna i na nivou stope rasta realnog proizvoda. Monetaristi su se zalagali za nisku i stabilnu stopu rasta monetarnih agregata koja treba da obezbedi nisku stopu inflacije i makroekonomsku stabilnost. Stopa rasta monetarnih agregata treba da bude konzistentna sa željenim nivoom inflacije i rastom realnog outputa.

Sredinom 1970-tih razvijene tržišne ekonomije okrenule su se monetarističkoj koncepciji targetiranja monetarnih agregata kako bi rešile nagomilane probleme inflacije i nezaposlenosti koji su proizašli iz višedecenijske primene kejnzijanske koncepcije stimulisanja agregatne tražnje u kombinaciji sa recesijom i naftnim šokom. U prvom periodu, strategija targetiranja se pokazala uspešnom u obaranju inflacije tokom ranih 1980-tih, ali su mnoge razvijene tržišne ekonomije (SAD, Velika Britanija, Kanada) zabeležile značajan porast nezaposlenosti i fluktuacije u stopi rasta outputa. Zbog toga je u Sjedinjenim Američkim Državama politika targetiranja monetarnih agregata napuštena a počevši od 1982. godine FED se okrenuo targetiranju kamatne stope, fokusirajući se na Federal Funds Rate kao svoj prelazni cilj, što je režim koji je i danas na snazi. „*Po mišljenju Fed-a, nagle promene u tražnji za novcem (nestabilna brzina optičaja novca) učinile su targetiranje rasta monetarnih agregata neefikasnom strategijom. Nestabilnost tražnje za novcem je doprinela napuštanju monetarnih targeta i u Kanadi i Velikoj Britaniji. Nemački strogo regulisani finansijski sistem se nešto manje promenio tokom 1980-tih u odnosu na druge zemlje, uspevajući da se izbori sa problemima nestabilne tražnje za novcem. Ali je čak i Bundesbanka bila primorana da pređe sa targetiranja primarnog novca na targetiranje M3 tokom 1987. jer je odnos između ovog monetarnog agregata i ekonomije postao suviše nestabilan.*” (Abel, Bernanke, Croushore 2008: 565) Targetiranje monetarnih agregata je postepeno

napušteno i u drugim razvijenim tržišnim ekonomijama a mnoge od njih su tokom 1990-tih prešle na režim targetiranja inflacije.

Zbog čega se za targetiranje monetarnih agregata ispostavilo da nije efikasna strategija i da dovodi do neželjenih fluktuacija u outputu i zaposlenosti? O ovome je već bilo reči u delu rada 2.2.2. pod nazivom **Instrumenti monetarne politike**. Na Grafiku I-8 na strani 50 pod nazivom **Targetiranje kamatne stope u uslovima nominalnih šokova** prikazano je kako promene u ponudi ili tražnji novca dovode do pomeranja krive LM u levo i udesno što ima za posledicu fluktuacije u outputu i nepoželjne ciklične fluktuacije u ekonomiji. S druge strane, politika centralne banke u kojoj centralna banka nastoji da održi kamatnu stopu na određenom nivou varirajući ponudu novca vodi stabilnijoj agregatnoj tražnji i outputu. U ovome je dakle prednost režima targetiranja kamatne stope u odnosu na targetiranje monetarnih agregata.

Monetaristička strategija targetiranja monetarnih agregata je napuštena u razvijenim tržišnim ekonomijama, ali se targetiranje monetarnih agregata kao režim monetarne politike zadržalo u jednom broju pre svega zemalja u razvoju, u kojima postoji pre svega potreba za kontrolom novčane mase i nisu razvijeni mehanizmi i instrumenti finansijskog tržišta. Ono što je možda jedan od najvećih doprinosa monetarizma, monetarističku postavku „*pravila umesto diskrecije*“, danas u ekonomskoj politici u razvijenim tržišnim ekonomijama prepoznajemo u stavovima da ne treba suviše često menjati pravila monetarne politike i režim monetarnog regulisanja, u stavovima o potrebi za kredibilitetom centralne banke i u savremenim koncepcijama primene pravila u monetarnoj politici kao što je ono o visini kamatne stope u režimu targetiranja inflacije.

2.3. Nova klasična makroekonomija

Tri osnovne hipoteze na kojima se zasnivala Nova klasična makroekonomija su racionalna očekivanja, pretpostavka o kontinuiranom uravnoteženju tržišta i hipoteza o

agregatnoj ponudi. Polazeći od ovih hipoteza, Nova klasična makroekonomija donosi sledeće zaključke o ekonomskoj politici: ⁵⁹

1. **Neefikasnost ekonomske politike** – samo neanticipirane promene u ponudi novca imaće efekat na rast realnih veličina kao što su proizvodnja i zaposlenost. Anticipirane promene u ponudi novca će imati za posledicu samo rast cena, bez uticaja na proizvodnju i zaposlenost. U slučaju neanticipiranih promena, ipak, svako povećanje autputa i zaposlenosti je samo privremeno i jednom kad privredni subjekti shvate da nije došlo do promene u relativnim cenama, autput i zaposlenost će se vratiti na svoj dugoročni ravnotežni nivo ;
2. **Troškovi snižavanja inflacije** – racionalnost privrednih subjekata implicira da anticipirane promene u monetarnoj politici neće imati efekta na autput i zaposlenost i da je moguće sniziti inflaciju bez negativnih posledica po realne ekonomske veličine (ratio žrtvovanja – „sacrifice ratio“ je nula!);
3. **Dinamička vremenska nekonzistentnost, kredibilitet i monetarna pravila** – ovaj zaključak dobro je sažet u (Praščević, 2008: 146): „, *Postojanje racionalnih subjekata čije sadašnje odluke zavise od očekivanja budućih politika kreatora ekonomske politike, uz pretpostavku različitih ciljeva ekonomskih subjekata i monetarnih vlasti, dovode u pitanje vremensku konzistentnost formulisane monetarne politike, koja se bazira na diskrecionim pravima. Uz postavku o neefikasnosti ekonomske politike, obezbeđuju se dokazi za prihvatanje pravila pri formulisanju i realizovanju politika, kao osnove za obezbeđenje kredibiliteta kreatora ekonomske politike.* “
4. **Nezavisnost centralne banke** – ako se pođe od argumenta da diskrecione politike vode potcenjivanju inflacije, onda je neophodno uspostaviti određene institucionalne osnove koje bi ograničile diskrecione akcije. U tom smislu, nezavisnost centralne banke bi mogla da obezbedi neophodna ograničenja. Teorijski argumenti u korist nezavisnosti centralne banke odnose se na prihvatanje hipoteza o prirodnoj stopi (autputa i zaposlenosti), da je na dugi rok stopa inflacije nezavisna od nivoa nezaposlenosti, te da će diskrecione akcije centralne banke najverovatnije voditi potcenjivanju inflacije. Ovi argumenti

⁵⁹ Opširnije o ovim zaključcima može se naći u: (Snowdon, Vane, 2005: 242- 267).

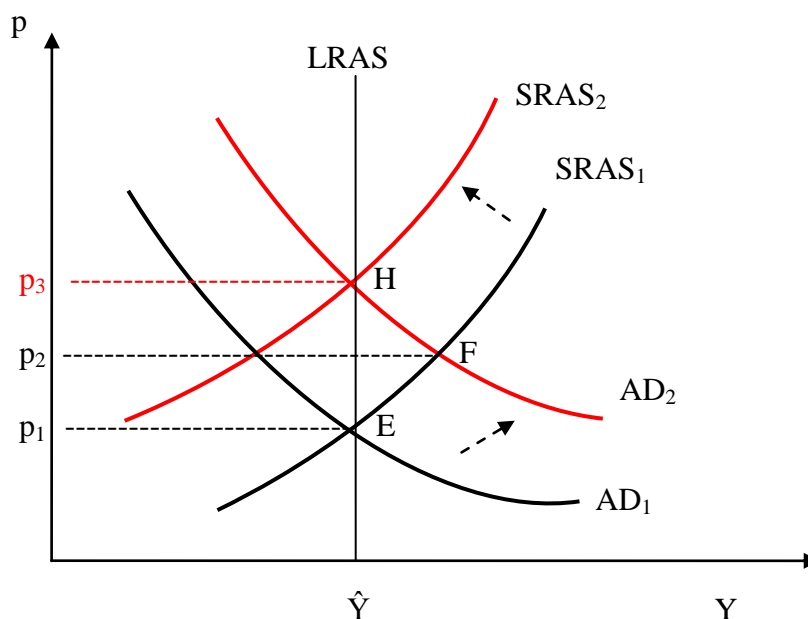
govore u prilog nezavisnosti centralne banke i naglašavaju značaj institucija i pravila za uspostavljanje cenovne stabilnosti. Zaključak o *potrebi nezavisnosti centralne banke* predstavlja zaostavštinu Nove klasične škole koja je danas u savremenoj ekonomskoj i monetarnoj politici opšte priznata i prihvaćena.

5. ***Mikroekonomske politike za povećanje agregatne ponude*** - Nova klasična makroekonomija inistira na mikroekonomskim osnovama makroekonomije, otuda naglasak na ulozi mikroekonomskih politika koje bi kreatori ekonomske politike trebalo da koriste u povećanju agregatne ponude. Što se pak tiče monetarne politike, uloga monetarne politike nije da trajno smanji nezaposlenost već da održi nisku i stabilnu stopu inflacije. ***Mikroekonomske politike na strani agregatne ponude treba da podstaknu firme i radnike da ponude više rada.*** Tokom 1980-tih i 1990-tih naglašava se značaj reformi na strani agregatne ponude i diskutuju problemi tržišta rada i visoke nezaposlenosti, konkretno u Evropi, uz zaključak da su socijalni programi i pravna regulativa koja se odnosi na sigurnost zaposlenja u značajnoj meri doprineli nefleksibilnosti tržišta rada, te da su neophodne korenite reforme u tom smislu, mada su neki autori kao što su Solow i Modigliani smatrali da je visoka nezaposlenost posledica čvrste monetarne politike koja je vođena u ovom periodu, te da je ***za rešavanje problema nezaposlenosti neophodna kombinacija mikro-orjentisane politike na strani ponude i nešto ekspanzivnije politike agregatne tražnje.***
6. ***Lukasova kritika ekonometrijske procene ekonomske politike*** – odnosi se na čuvenu Lukasovu postavku kojom se kritikuje korišćenje velikih makroekonomskih modela u oceni i vrednovanju posledica alternativnih scenarija ekonomske politike jer su takve ocene zasnovane na pretpostavci da parametri modela ostaju nepromenjeni pri promeni ekonomske politike.

U Lukasovom modelu poslovnih ciklusa, impuls koji izaziva poslovne cikluse je monetarne prirode. Impuls je izazvan neanticipiranom promenom novčane mase koja deluje na sledeći način: ⁶⁰

⁶⁰ Prema: (Abel, Bernanke, Croushore 2008: 386)

Grafik II-2 Efekat neanticipiranog povećanja u ponudi novca



Promena u ponudi novca podiže krivu AD sa AD_1 na AD_2 tako da za dati nivo dohotka \hat{Y} nivo cena je veći za AD_2 nego za AD_1 . Kratkoročna ravnoteža se uspostavlja u tački F gde su i nivo cena i autput veći nego u tački E, tako da neanticipirana promena u ponudi novca nije neutralna na kratak rok (proizvođači pogrešno opažaju promenu cena kao promene u relativnim cenama umesto kao promenu opšteg nivoa cena). Dakle, nesavršena informisanost o donosu relativnih cena prema opštem nivou cena je u osnovi ne-neutralnosti na kratak rok. Posle određenog vremena međutim, proizvođači konačno prihvataju promenu opšteg nivoa cena i prilagođavaju svoja očekivanja i odluke o proizvodnji, kriva kratkoročne ponude se pomera u levo i naviše sa $SRAS_1$ na $SRAS_2$ a dugoročna ravnoteža se uspostavlja u tački H. **Ponuda novca je neutralna na dugi rok.** Posledice po efikasnost monetarne politike su da „*Pošto jedino neanticipirana promena u ponudi novca ima uticaj na autput, monetarna politika je neefikasna. Ovo je Sargent-Wallace-ov zaključak o neefikasnosti monetarne politike. ... Generalno, ekonomisti Nove klasike tvrde da efektivnost stabilizacionih politika zavisi suštinski od očekivanja.*“ (Lutz, 2002: 67).

Opšta ocena Nove klasične makroekonomije o efikasnosti stabilizacione politike je takva da: „... sama mogućnost da će ekonomski subjekti anticipirati efekte promena u ekonomskoj politici zaista implicira da je sposobnost kreatora ekonomske politike da stabilizuju ekonomiju smanjena. Drugo, nova klasična makroekonomija je ojačala argumente za korišćenje politike agregatne ponude u stimulanju outputa i zaposlenosti. Najzad, Novi Kejnzijanci su bili prinuđeni da odgovore na izazov nove klasične makroekonomije, i u tome su, naročito objašnjavajući zašto se nadnice i cene prilagođavaju postepeno, uspeli da pruže još bolju mikro teorijsku osnovu u obrazloženju primene intervencionističkih politika (kako tražnje, tako i ponude) u stabilizovanju ekonomije.“ (Snowdon, Vane, 2005: 271) Na koji način su to Novi Kejnzijanci uradili, biće prikazano u nastavku, ali pre toga će biti razmotrene preporuke i stavovi o stabilizacionim politikama teorije realnih poslovnih ciklusa i teorije političkih ciklusa.

2.4. Teorija realnih poslovnih ciklusa

Teorija realnih poslovnih ciklusa predstavljala je drugu fazu razvoja Nove klasične ekonomije („Nova klasična ekonomija-mark II“). Za razliku od monetarista i Nove klasične ekonomije-mark I, kod kojih su šokovi agregatne tražnje predstavljali glavni izvor makroekonomske nestabilnosti i gde je uzrok poslovnih ciklusa monetarne prirode, u teoriji realnih poslovnih ciklusa izvor fluktuacija su realni šokovi, odnosno šokovi na strani agregatne ponude. Teorija realnih poslovnih ciklusa najveći značaj pridaje tehnološkim šokovima odnosno šokovima u proizvodnoj funkciji. U pitanju su „šokovi produktivnosti“, gde slučajni šokovi u tehnologiji igraju glavnu ulogu u kreiranju poremećaja u ekonomiji. Poremećaji su trajne prirode: poslovni ciklusi nisu samo privremena odstupanja od dugoročnog trenda, već su promene outputa i zaposlenosti permanentne i predstavljaju trajno udaljavanje od dugoročnog trenda.⁶¹

Pojava Teorije realnih poslovnih ciklusa početkom 1980-tih označila je prekretnicu u makroekonomskoj teoriji i dotadašnjem stavu prema poslovnim ciklusima. Sve do

⁶¹ Što se manifestuje kao prisustvo jediničnog korena u vremenskim serijama

Teorije realnih poslovnih ciklusa, fluktuacije u outputu i zaposlenosti su posmatrane kao privremena odstupanja od dugoročnog trenda. Za fluktuacije u outputu i zaposlenosti smatralo se da su društveno nepoželjne i da smanjuju ukupno blagostanje, iz čega proizilazi potreba za aktivističkom stabilizacionom politikom. Najzad, monetarni faktori imaju značajnu ulogu u kreiranju agregatne nestabilnosti. ***Ove postavke prihvatili su i ortodoksni Kejnzijanci i monetaristi i Nova klasična makroekonomija.*** Razlike između škola postojale su u načinu na koji objašnjavaju transmisionu mehanizmu koji povezuju novac i realni output: „U Kejnzijanskom i monetarističkom modelu, ne-neutralnosti su objašnjavane adaptivnim očekivanjima i sporim prilagođavanjem nadnica i cena na nominalne šokove tražnje. U neoklasičnim modelima 1970-tih, ne-neutralnosti su bile posledica nesavršene informisanosti privrednih subjekata.“ (Snowdon, Vane, 2005: 331) ***Kada je reč o načinu na koji treba stabilizovati ekonomiju, monetaristi i neoklasičari su zagovarali pravilo konstantne stope monetarnog rasta, dok su se Kejnzijanci zalagali za diskrecionu, pre svega fiskalnu politiku.***

U Teoriji realnih poslovnih ciklusa, opažene fluktuacije u outputu predstavljaju fluktuacije u stopi rasta outputa a ne odstupanja od dugoročnog determinističkog trenda. Fluktuacije su stohastičke prirode a glavni uzrok su šokovi produktivnosti koji su posledica tehnoloških promena. Ono što izgleda kao fluktuacije oko glatkog trenda zapravo su fluktuacije u stopi rasta outputa prouzrokovane serijom permanentnih šokova od kojih svaki ima trajan uticaj na nivo outputa.

Pretpostavke Teorije realnih poslovnih ciklusa i implikacije na ekonomsku politiku su sledeće:⁶²

1. Privredni subjekti/domaćinstva/firme maksimiziraju svoju korisnost ili profite;
2. Privredni subjekti formiraju svoja očekivanja na racionalan način i ne pate od „informacione asimetrije“. Privredni subjekti se ipak mogu suočiti sa

⁶² Opširnije o ovim pretpostavkama može se naći u: (Snowdon, Vane, 2005: 307-337; Prašćević, 2008: 209-236; Long, Plosser, 1983; Nelson, Plosser, 1982). Osnovne postavke Teorije realnih poslovnih ciklusa mogu se sažeto naći u (Hartley, Hoover, Salyer, eds., 1998, p.5-14) dok su specifične teme u vezi sa Teorijom realnih poslovnih ciklusa tretirane u članicima u nastavku.

problemom ekstrakcije signala kada treba da odluče da li je određeni šok produktivnosti privremen ili trajan;

3. Fleksibilnost cena obezbeđuje kontinuirano čišćenje tržišta tako da uvek postoji ravnoteža;
4. Fluktuacije u autputu i zaposlenosti su prouzrokovane velikim slučajnim promenama u tehnologiji. Egzogeni šokovi tehnologije su „impuls“ koji prouzrokuje fluktuacije;
5. Različiti mehanizmi omogućavaju prenošenje početnog mehanizma kroz ekonomiju, kao što su intertemporalna supstitucija potrošnje, lag-ovi u procesu investiranja („time-to-build requirement“ u modelu Kydland-a i Prescott-a, Kydland, Prescott 1982: 57-82), vremenska supstitucija rada;
6. Fluktuacije u zaposlenosti su voljne, nema nevoljne nezaposlenosti;
7. Monetarna politika nema uticaja na realne varijable, to jest, novac je neutralan;
8. Nema razlike između kratkog i dugog roka u analizi ekonomskih fluktuacija.

Teorija realnih poslovnih ciklusa ne posmatra fluktuacije u autputu kao društveno štetne i nepoželjne, te u skladu sa tim, nema potrebe za aktivističkom stabilizacionom politikom. Ovakva politika samo bi bila štetna za ekonomiju a njena upotreba kontraproduktivna, jer fluktuacije su jednostavno optimalan odgovor privrednih subjekata na tehnološke promene. Te tako, ako su fluktuacije Pareto-optimalan odgovor na šokove u proizvodnoj funkciji koji proizilaze iz tehnoloških promena, onda monetarni faktori nisu relevantni za objašnjenje fluktuacija, a monetarna politika nema realne efekte: *novac je neutralan*. Fluktuacije predstavljaju kontinuirano stanje ravnoteže u kome nema potrebe za državnom intervencijom i stabilizacijom. Ako su promene u autputu trajne prirode, a tehnološki progres utiče i na rast i na fluktuacije, onda *cilj kome treba težiti je bolje razumevanje faktora koji utiču na tehnološki progres*.

Empirijska istraživanja i događaji iz novije ekonomske prošlosti ipak nisu potvrdili postavke Teorije realnih poslovnih ciklusa. Šokovi produktivnosti jesu značajan ali nisu i jedini izvor agregatne nestabilnosti: danas je opšte prihvaćeno da šokovi mogu poticati i sa strane agregatne ponude i sa strane agregatne tražnje, te da kratkoročni poremećaji

na strani agregatne tražnje koji su posledica odluka monetarne politike ipak mogu imati realne efekte zbog rigidnosti cena i nadnica koje karakterišu savremene ekonomije. U pitanje se dovode i druge postavke Teorije realnih poslovnih ciklusa, kao što je ona o intertemporalnoj supstituciji rada i dokolice – nezaposlenost u savremenom svetu je suviše velika da bi bila voljna. Najzad, aktivizam države na strani monetarne i fiskalne politike smatra se da je ne samo da je poželjan već je i neophodan, a uloga ekonomske politike je značajna – ako su cene i nadnice rigidne a šokovi mogu poticati i sa strane agregatne ponude i sa strane agregatne tražnje, onda... *“Uloga ekonomske politike postaje izuzetno kompleksna... kako u takvom svetu napraviti neophodnu razliku između šokova ponude i šokova tražnje, naročito ako su šokovi međusobno zavisni?”* (Snowdon, Vane, 2005: 342) Ovo je teško i važno pitanje za savremene ekonomiste i kreatore ekonomske politike.

2.5. Teorija političkih ciklusa

Teorija političkih ciklusa – „Nova politička makroekonomija“ – razvija se od sredine 1970-tih. Teorija se bavi različitim pitanjima interakcije ekonomskog i političkog sistema i kako ova interakcija utiče na poslovne cikluse, inflaciju, nezaposlenost, odluke o monetarnoj i fiskalnoj politici i budžetu, uopšte na ekonomsku i kontracikličnu ekonomsku politiku. U teoriji se razlikuje četiri pristupa „političkim poslovnim ciklusima“ Teorije poslovnih ciklusa, u zavisnosti od pretpostavki na kojima se zasnivaju u vezi sa karakteristikama kreatora ekonomske politike (političara) s jedne, i privrednih subjekata (glasača) sa druge strane. Ovi različiti pristupi i njihovi predstavnici prikazani su u Tabeli II-3.

Tabela II-3 Političko – ekonomski modeli agregatnih fluktuacija

Pretpostavke o glasačima i privrednim subjektima		
	Ne-racionalno ponašanje i ne-racionalna očekivanja	Racionalno ponašanje i racionalna očekivanja
Ne-stranački oportunistički političari	Nordhaus (1975)	Rogoff and Sibert (1988)
Stranački ideološki političari	Hibbs (1977)	Alesina (1987)

U skladu pretpostavkama na kojima se zasnivaju i konceptima teorijskih modela u vezi sa ponašanjem privrednih subjekata s jedne i političara sa druge strane (pri čemu ove pretpostavke u jednom svom delu korespondiraju sa konceptima odgovarajućih makroekonomskih teorijskih pravaca Kezjizjanizma odnosno Nove klasične teorije), proizilaze različiti zaključci o uticaju političkog ponašanja na ekonomiju i cikluse i preporuke ekonomskoj politici ova četiri pristupa. (Jakšić, Prašćević, 2010: str.22-29)

U modelu Nordhaus – a iz 1975. godine⁶³, u situaciji u kojoj se glasači ponašaju na ne-racionalan nači, brzo i lako zaboravljajući prošlost i glasajući za postojeće kreatore ekonomske politike, pri čemu na opredeljenje najviše utiče ekonomska situacija u predizbornom periodu, političari su u poziciji da konstantno obmanjuju javnost iz izbornog ciklusa u izborni ciklus. Veštački kreirajući agregatnu tražnju po cenu veće inflacije, kreatori ekonomske politike manipulišu instrumentima ekonomske politike tako da su najpovoljniji pokazatelji u periodima neposredno pre izbora. Uoči izbora, nezaposlenost opada a inflacija raste i ekonomski pokazatelji su pozitivni. Cena za to su troškovi obaranja inflacije u post-izbornom periodu koji za posledicu imaju rast nezaposlenosti. Takav sistem na dugi rok ima za posledicu nižu zaposlenost i višu

⁶³ Nordhaus, W.D. (1975), „The Political Business Cycle“, *Review of Economic Studies*, April.

inflaciju od optimalne dok *političari svojim ponašanjem i merama ekonomske politike veštački indukuju cikluse* i sistematski obmanjuju javnost. Lek za ovo bi moglo biti povećanje informisanosti glasača i institucionalno rešavanje ovog problema koje bi obuhvatilo, između ostalog, povećanje nezavisnosti centralne banke.

Model Hibbs-a iz 1977. godine⁶⁴ uzima u obzir stavove političkih partija u pogledu inflacije i nezaposlenosti formulisane stranačkim programima „levice“ i „desnice“. „Levičari“ su više zainteresovani za rast zaposlenosti i preferiraju nižu nezaposlenost i višu stopu inflacije nego „desničarske“ partije. U isto vreme, postoje razlike i među glasačima u pogledu preferencija u odnosu na inflaciju i nezaposlenost, u skladu sa kojima se oni opredeljuju za levičarske ili desničarske partije. Prema Hibbs – u, nagodbe u pogledu odnosa inflacije i nezaposlenosti imaju značajne klasne posledice na distribuciju nacionalnog dohotka. Pošto makroekonomske odluke imaju posledice na raspodelu niska nezaposlenost i visoka inflacija povezane su sa poboljšanjem materijalnog položaja siromašnih, i kako je empirijski potvrđeno, vladavinom Demokrata i Laburističke partije (SAD, Velika Britanija). Obrnut odnos preferira srednja i viša klasa i može se povezati sa vladavinom Republikanaca i Konzevativne partije. U ovom modelu, dakle, *ciljevi i mere ekonomske politike u pogledu inflacije i nezaposlenosti zavise od ideološke orijentacije partija.*

Racionalni modeli političkih ciklusa uvode pretpostavku racionalnog ponašanja Nove klasične makroekonomije, pri čemu asimetrija informacija ograničava racionalno ponašanje glasača. U modelu Alesina iz 1987. godine⁶⁵, ukoliko postoje asimetrične informacije između glasača i donosilaca odluka, tako da glasači nisu u potpunosti informisani o karakteristikama ekonomskog i političkog sistema, kreatori ekonomske politike ipak mogu da veštački kreiraju cikluse i izvuku korist od izbornog procesa. Kao i u prethodnom modelu, *levo orjentisane partije kreiraju višu inflaciju i nižu stopu nezaposlenosti dok desno orjentisane partije rade suprotno, pri čemu su monetarni efekti na realne varijable privremeni.* Ipak, kako su glasači racionalni, nije moguće

⁶⁴ Hibbs, D.A. (1977), 'Political Parties and Macroeconomic Policy', *American Political Science Review*, December.

⁶⁵ Alesina, A. (1987), 'Macroeconomic Policy in a Two-Party System as a Repeated Game', *Quarterly Journal of Economics*, August.

obmanjivati ih u dužem periodu odnosno u više izbornih ciklusa zaredom, tako da su efekti ovakvog ponašanja političara nešto blaži nego u prethodnom slučaju i kraće traju.

Prema modelu Rogoff-a i Sibert-a iz 1988. godine⁶⁶ glasači su racionalni ali im nedostaju informacije o kompetentnosti političara. U modelu Rogoffa i Siberta kompetentnost se definiše kao sposobnost kreatora ekonomske politike da smanje rasipanje – gubitke u budžetskom procesu i da kreiraju više javnih dobara za dati iznos budžetskih prihoda. Model spada u modele racionalnih budžetskih ciklusa u kojima, kako bi zadobili poverenje glasača, kreatori ekonomske politike se predstavljaju kao kompetentni, stvarajući u predizbornom periodu iluziju povoljnog ekonomskog okruženja koje će im pomoći da pobeđu na izborima. U te svrhe oni *koriste instrumente fiskalne politike kako bi kreirali povoljne ekonomske pokazatelje i uverili javnost u svoju kompetentnost*. Kroz smanjenje poreza i povećanje fiskalnih izdavanja oni kreiraju fiskalnu ekspanziju, inače popularnu kod glasača. Činjenicu da će u post-izbornom periodu povećanje poreza biti neophodno kako bi se finansirala predizborna fiskalna ekspanzija racionalni glasači nisu predvideli zahvaljujući nepotpunim informacijama. Fiskalna ekspanzija u predizbornom periodu kasnije ima svoju cenu u pogoršanju ekonomskih pokazatelja nakon izbora.

2.6. Nova Kejnzijanska teorija

Novi Kejnzijanci smatraju da uzroci poslovnih ciklusa mogu biti kako na strani agregatne tražnje tako i na strani agregatne ponude. Šta više, šokovi mogu predstavljati kombinaciju šokova na strani agregatne ponude i agregatne tražnje i ovi šokovi mogu biti povezani, kao što je prikazano na sledećem grafiku.⁶⁷

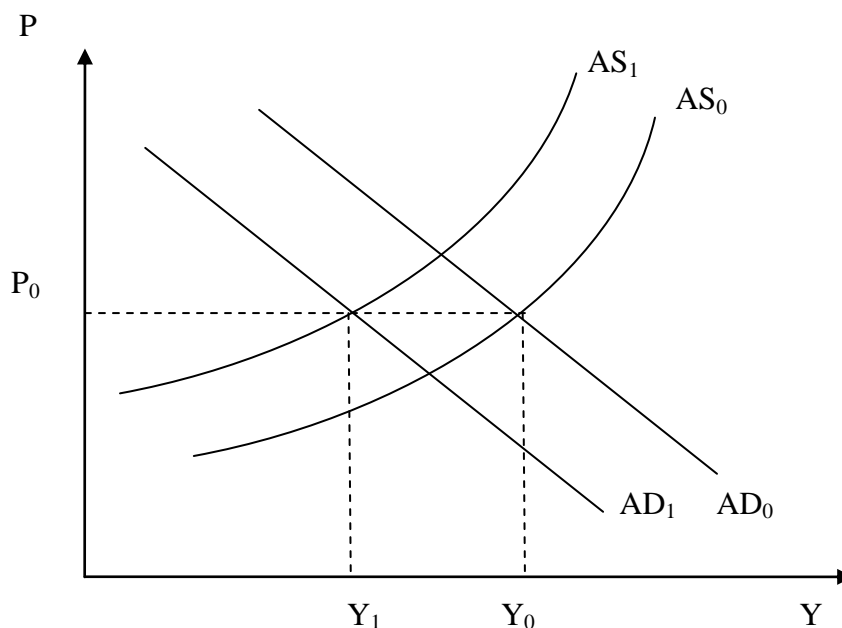
Na Grafiku II-3 pokazano je kako šok agregatne tražnje prouzrokuje pomeranje krive agregatne ponude u levo. Kako su cene rigidne, nivo cena ostaje nepromenjen, iako output pada sa Y_0 na Y_1 . Ponuda se smanjuje a kriva agregatne ponude se pomera u levo

⁶⁶ Rogoff, K. and Sibert, A. (1988), 'Equilibrium Political Business Cycles', *Review of Economic Studies*, January.

⁶⁷ Dato prema: (Snowdon, Vane, 2005: 400)

kao rezultat opaženog rasta rizika u vezi sa mogućnošću realizacije proizvoda i straha od bankrotstva zbog čega preduzeća smanjuju proizvodnju. U isto vreme, tražnja za radnom snagom se takođe smanjuje, pri čemu nije došlo do promene realne nadnice.

Grafik II-3 Kriva ponude zasnovana na riziku



Ali u modelima Novih Kejnzijanaca važnije je kako se šokovi prenose nego odakle potiču. Novi Kejnzijanci polaze od pretpostavke o rigidnosti cena i nadnica. **Zbog rigidnosti cena i nadnica, pre svega na niže, otežano je tržišno prilagođavanje odnosno uravnoteženje tržišta putem cena**, tako da se ekonomija može naći u neravnoteži u dužem vremenskom periodu. Rigidnost nadnica u uslovima negativnog šoka tražnje ima za posledicu rast realnih troškova preduzeća i pad proizvodnje, zaposlenosti i dohotka. Rigidnost cena u situaciji smanjenja tražnje takođe dovodi do smanjenja proizvodnje i dohotka (cena će se posle izvesnog vremena ipak prilagoditi prema obrascu da su prociklične i kasne za promenama u ekonomskoj aktivnosti, ali je cena za to izgubljeni output i vreme provedeno u recesiji).

U modelima Novih Kejnzijanaca, postojanje nominalnih i realnih rigidnosti i nesavršenosti tržišnog mehanizma koje za posledicu imaju greške u koordinaciji, dobro

objašnjavaju stilizovane činjenice o savremenim poslovnim ciklusima u razvijenim tržišnim ekonomijama:

1. Stavovi Novih Kejnzijanaca konzistentni su sa procikličnim ponašanje zaposlenosti, potrošnje, investicija i državne potrošnje kao i produktivnosti;
2. Ne-neutralnost novca je konzistentna sa činjenicom da je novčana masa prociklična i vodi (najčešći rezultat u empirijskim istraživanjima ciklusa u razvijenim tržišnim ekonomijama);
3. Novi Kejnzijanski modeli pretpostavljaju da su cene prociklične i kasne (ovo ipak važi samo u slučaju šokova agregatne tražnje, dok su slučaju šokova agregatne ponude cene kontraciklične);
4. U Novim Kejnzijanskim modelima (za razliku od „starih“) realne nadnice nisu nužno kontraciklične. Ako postoji rigidnost cena, realne nadnice mogu biti prociklične ili aciklične.

Pretpostavke modela Novih Kejnzijanaca su (Ball, Mankiw, Romer, 1988: 13-15)

1. Nesavršena konkurencija (ide „ruku pod ruku“ sa rigidnim cenama);
2. Troškovi rigidnosti su značajni i vode smanjenju agregatne tražnje i zarada;
3. Tražnja determiniše autput;
4. Pozitivan šok agregatne tražnje („bum“) podiže blagostanje;
5. Rigidnost nadnica prouzrokuje nezaposlenost kroz nisku agregatnu tražnju;
6. Realne nadnice nisu kontraciklične;
7. Nominalne rigidnosti imaju značajne eksternalije – i mali poremećaji mogu imati značajne makroekonomske efekte.

Novi Kejnzijanci prihvataju državnu intervenciju u privredi. Ako postoji rigidnost cena, novac više nije neutralan, pa je ekonomska politika efikasna. Postoji mogućnost delovanja monetarne politike na ekonomsku aktivnost (samim tim i potreba da se vodi odgovorna monetarna politika). Naglašavajući značaj rigidnosti u privredi, „*Teorije novih kejnzijanaca pružile su nove dokaze o potrebi aktivnog uticaja ekonomske politike države na ekonomsku kretanja, ovoga puta upravljanjem kako agregatnom tražnjom, tako i ponudom*“ (Praščević, 2008: 359) Kreatori ekonomske politike merama

ekonomske monetarne i fiskalne politike upravljaju agregatnom tražnjom (vode „demand management policy“) ali postoji mogućnost delovanja i na agregatnu ponudu i to putem *histerezis efekta*. Zbog *histerezis efekta*, iako agregatna tražnja ne utiče na prirodnu stopu nezaposlenosti na kratak rok, nakon dužeg perioda veoma niske ili visoke ekonomske aktivnosti, prirodna stopa nezaposlenosti će se ipak promeniti. Kako kreatori ekonomske politike merama ekonomske politike smanjuju nezaposlenost, pomeranje stope nezaposlenosti se ponaša „kao magnet“ vukući prirodnu stopu nezaposlenosti u istom pravcu.

Među Novim Kejnzijancima ne postoji saglasnost u pogledu toga u kojoj meri bi se trebale primenjivati mere državne intervencije u vidu fiskalne i monetarne politike kao odgovor na fluktuacije u ekonomskoj aktivnosti, ali se svi slažu da je ova intervencija neophodna, naročito u uslovima duboke recesije. Tako na primer, Tejlor⁶⁸ smatra da bi u normalnim okolnostima fiskalna politika trebala da se koristi isključivo u svrhe ostvarivanja dugoročnih ciljeva privrednog rasta, dok se diskreciona ekspanzivna fiskalna politika koristi u kriznim situacijama kada se kamatna stopa približava donjoj granici odnosno nuli. Ovo je bio čest argument u opravdavanju obimne državne fiskalne intervencije u razvijenim tržišnim ekonomijama u toku poslednje recesije i predstavlja primer kako su stavovi Novih Kejnzijanaca inkorporirani u moderan pristup ekonomskoj i stabilizacionoj ekonomskoj politici koji danas preovladava u savremenim tržišnim ekonomijama. Ostali principi Novih Kejnzijanaca bi se mogli sažeti u sledećem: „Prvo, monetarna politika ima efekte na realnu ekonomsku aktivnost zbog postepenog prilagođavanja cena. Drugo, nema dugoročne nagodbe između realnih i nominalnih varijabli. Treće, inflacija ima značajne društvene troškove zbog svog razornog delovanja na ekonomske performanse. Četvrto, zbog efekata monetarne politike, važan je kredibilitet politike. Ovo implicira da bi monetarna politika trebala da bude vođena na osnovu pravila, sa centralnom bankom koja usvaja režim targetiranja inflacije.“ (Snowdon, Vane, 2005: 271)

⁶⁸ U: Taylor, J.B. (2000a), ‘Reassessing Discretionary Fiscal Policy’, *Journal of Economic Perspectives*, Summer.

III. Primena kontraciklične ekonomske politike u razvijenim tržišnim ekonomijama i ekonomijama u razvoju

1. Borba protiv recesije u razvijenim tržišnim ekonomijama

Nakon izuzetnog razvoja makroekonomske teorije i teorije poslovnih ciklusa i višedecenijskog iskustva u primeni kontraciklične ekonomske politike, razvijene tržišne ekonomije su kroz veliki broj empirijskih istraživanja sumirale rezultate primene kontraciklične ekonomske politike. Obimna empirijska istraživanja sprovedena su pod patronatom velikih međunarodnih finansijskih institucija i međunarodnih organizacija koje se bave analizom poslovnih ciklusa, kao što su Međunarodni monetarni fond i OECD. Pored toga, veliki broj naučnih i stručnih radova dao je ogroman doprinos izučavanju primene kontraciklične ekonomske politike u prevazilaženju cikličnih privrednih fluktuacija.

U empirijskim istraživanjima o primeni kontraciklične ekonomske politike u razvijenim tržišnim ekonomijama detaljno se ispituje kakva je u proteklom višedecenijskom periodu bila makroekonomska politika, kakav je bio karakter ekonomske politike – da li je ekonomska politika bila kontraciklična ili prociklična, koje su mere i instrumenti kontraciklične ekonomske politike korišćeni i kakva je bila uspešnost kontraciklične ekonomske politike. Sumirani su rezultati primene, definisani pravci budućih istraživanja, definisani su moderni inovativni koncepti i uočene savremene tendencije u primeni kontraciklične ekonomske politike. Razmatrana su mnoga značajna pitanja u vezi sa ulogom kontraciklične ekonomske politike u prevazilaženju cikličnih fluktuacija, kao što su (IMF, 2009b: 103-129):

- da li ekonomska politika može igrati korisnu kontracikličnu ulogu;
- može li kontraciklična politika da skрати trajanje recesije;
- da li ekonomska politika može dodatno da podstakne ekonomski oporavak nakon recesije;

- ima li razlike u odgovorima na ova pitanja kada su u pitanju različiti tipovi recesije;
- kakve su posledice globalnih recesija na pojedinačnu ekonomiju;
- kakve su mogućnosti nacionalnih ekonomija da vode samostalnu i efikasnu kontracikličnu politiku u uslovima transmisije međunarodnih ciklusa odnosno globalno sinhronizovanih kriza.

U (IMF, 2009b) rezimirani su rezultati većeg broja empirijskih istraživanja u kojima se razmatraju ova pitanja. Utvrđeno je da je u razvijenim tržišnim ekonomijama u svim dosadašnjim recesijama kontraciklična ekonomska politika odigrala značajnu ulogu u skraćivanju ciklusa, ublažavanju recesije i ubrzanju oporavka nakon recesije. Fiskalna i monetarna politika su značajno doprinele „oblikovanju“ ciklusa i ublažavanju cikličnih oscilacija u razvijenim tržišnim ekonomijama. Kao rezultat primene kontraciklične ekonomske politike, recesije su postale ređe, kraće traju i generalno su blaže, dok faze ekspanzije traju duže. Ova pojava poznata je u literaturi kao „great moderation“.

U empirijskim istraživanjima uočene su i savremene tendencije u primeni kontraciklične ekonomske politike. Najznačajnije od ovih tendencija su:

- pre svega, sama činjenica da je u razvijenim tržišnim ekonomijama kontraciklična ekonomska politika danas preovlađujuća koncepcija ekonomske politike, odnosno da se ekonomska politika vodi prevashodno u cikličnom kontekstu;
- povratak kejnzijanskoj teoriji, tj. Kejnzijanskom konceptu kontraciklične ekonomske politike sa naglaskom na podsticanje potrošnje i povećanu ulogu države u ekonomskom životu;
- međunarodna koordinacija makroekonomskih politika, kao posledica međunarodnih integracija i povećanog uticaja međunarodnih finansijskih institucija u procesima formulisanja ekonomske politike, i
- inovativni teorijski i metodološki pristupi i koncepti u analizi ciklusa i formulisanju kontraciklične ekonomske politike.

Jedan takav inovativni pristup je analiza pojedinačnog ciklusa, njegovih uzroka, karakteristika i transmisije. U ovom pristupu, fokus je na karakteristikama pojedinačnog ciklusa i analizi kretanja najvažnijih makroekonomskih varijabli tokom svakog pojedinačnog ciklusa. Ovakav pristup proizašao je iz višedecenijskog iskustva razvijenih tržišnih ekonomija, prema kome je svaki ciklus različit i u skladu sa tim zahteva se i različit pristup u ublažavanju i prevazilaženju recesije. Pristup je primenjen u skorije vreme za razvijene tržišne ekonomije (Cotis, Coppel, 2005) a pogodan je i za ekonomije u razvoju i ekonomije sa nastajućim tržištima. Koncept zahteva konstantno ponovno vrednovanje makroekonomske politike u svetlu novih okolnosti, specifičnih uzroka i mehanizama transmisije svakog pojedinačnog ciklusa.

1.1. Monetarna politika u razvijenim tržišnim ekonomijama

Kada su početkom 1980 – tih razvijene tržišne ekonomije počele da menjaju svoju koncepciju monetarne politike u pravcu većeg oslanjanja na tržišne instrumente i kamatnu stopu kao instrument monetarne politike, promenjena je celokupna strategija monetarne politike: „*Sledeći iskustvo visoke i varijabilne inflacije u 1970-tim i ranim 1980-tim, monetarna politika u mnogim zemljama je stavila veći naglasak na postizanje i održanje cenovne stabilnosti na srednji i na dugi rok umesto na stabilizovanje kratkoročnih fluktuacija u autputu. Ova promena, koja je u mnogim zemljama bila moguća kao rezultat povećane nezavisnosti centralnih banaka, pomogla je da se održi ne samo niska i manje varijabilna inflacije, već takođe i stabilan rast autputa. Činjenica je da je tokom 1980-tih varijabilitet inflacije i autputa naglo opao, zajedno sa opadanjem nivoa inflacije u industrijalizovanim zemljama; šta više, rast autputa i inflacije je ostao stabilan i u 1990-tim, dok je nivo inflacije ostao nizak.*” (Papademos, 2003).

Iako to nije bio proklamovani cilj monetarne politike, istovremeno sa postizanjem niske i stabilne inflacije ostvarena je i stabilnost autputa, tako da se smatra da je **monetarna politika najviše doprinela ublažavanju cikličnih fluktuacija ekonomske aktivosti u razvijenim tržišnim ekonomijama u poslednje tri decenije**. Značajnu kontracikličnu

ulogu odigrala je i strukturna politika, odnosno strukturne promene u ekonomijama. ***Fiskalna politika nije međutim imala u potpunosti kontraciklični uticaj.*** I pored dejstva automatskih stabilizatora, fiskalna politika nije imala kontracikličan karakter u svim svojim segmentima. Monetarna politika bila je u tom pogledu efikasnija: empirijskim istraživanjem (IMF, 2009b: 125) utvrđeno je da je diskreciona monetarna politika doprinela skraćivanju recesija, dok za diskrecionu fiskalnu politiku nije utvrđen značajan uticaj na trajanje recesije, osim ukoliko nisu u pitanju finansijske krize. U ovom tipu recesije (finansijskim krizama) situacija je obrnuta i fiskalna politika ima veći uticaj na skraćivanje trajanja recesije nego monetarna politika.⁶⁹ Što se tiče uticaja monetarne i fiskalne politike na podsticanje oporavka nakon recesije, u tom pogledu bile su efikasne i monetarna i fiskalna politika: povećanje državne potrošnje ili smanjenje nominalne i realne kamatne stope veće od onog impliciranog Tejlorovim pravilom imali su pozitivan efekat na intenzitet oporavka.⁷⁰

OECD sumira rezultate većeg broja empirijskih istraživanja na temu uticaj monetarne i fiskalne politike na cikluse u razvijenim tržišnim ekonomijama (OECD, 2010). ***Monetarna politika delovala je kontraciklično, naročito u poslednje dve recesije, kada je oštro reagovala na fluktuacije u ekonomskoj aktivnosti.*** Samo u toku poslednje recesije kamatne stope u zemljama OECD –a opale su u proseku za 3 posto u periodu 4-5 kvartala nakon otpočinjanja recesije. Odgovor monetarne politike u prethodnoj recesiji, pri višim stopama inflacije i kamatnim stopama, bio nešto blaži (kamatne stope su opale u proseku za dva procenta u periodu od 6 kvartala a zatim počele ponovo da rastu). (OECD, 2010: 89)

U (OECD, 2010) navode se značajniji rezultati empirijskih istraživanja. Na osnovu ocene (ex post) funkcije reakcije monetarne politike za zemlje OECD - a (Sutherland, 2010), rezultati ukazuju da se koeficijenti u funkciji reakcije monetarne politike

⁶⁹ Uticaj diskrecione monetarne i fiskalne politike na trajanje recesije ispitan je metodom „duration analysis“. Duration analysis seeks to model the probability that an event will occur, such as the end of a recession. diskreciona komponenta monetarne politike aproksimirana odstupanjem nominalne i realne kamatne stope od Tejlorovog pravila, što bi trebalo da odrazi kako centralna banka odgovara na fluktuacije u autput gap-u i odstupanja od zacrtanog inflacionog cilja, dok je diskreciona komponenta fiskalne politike aproksimirana ciklično prilagođenim primarnim fiskalnim bilansom.

⁷⁰ Kao mera intenziteta oporavka korišćen je kumulativni rasta autputa u periodu od godinu dana nakon što je dostignuto recesiono dno.

razlikuju po zemljama. U jednoj grupi zemalja (Australija, Češka, Mađarska, Poljska, Švedska, Velika Britanija) monetarna politika je vođena samo u funkciji očekivane inflacije, dok očekivani autput gap nije bio značajan. U drugoj grupi zemalja (Kanada, Island, Novi Zeland, Švajcarska, SAD) monetarna politika je reagovala i na autput gap i na očekivanu inflaciju (pozitivan koeficijent za očekivani autput gap indicira da je monetarna politika kontraciklična). ***U najvećem broju zemalja u funkciji reakcije monetarne politike proporcionalno veći značaj dodeljivan je stopi inflacije a manji očekivanom autputu***, što znači da je monetarna politika vođena prevashodno u funkciji postizanja cenovne stabilnosti. U svakom slučaju, efekat je postignut i stabilizujuće dejstvo mehanizma kamatne stope na inflaciju odrazilo se povoljno i na stabilnost autputa.

Efikasnost monetarne politike u delovanju na inflaciju i fluktuacije u autputu u pojedinim zemljama zavisila je od snage transmisionih kanala i kredibiliteta monetarne politike: „Što su brži i efikasniji transmisioni mehanizmi, što je veći kredibilitet i uticaj centralne banke, to su slabije reakcije u fluktuacijama autputa i inflaciji na šokove tražnje.“ (OECD, 2010: 25) U literaturi su nabrojani i drugi faktori koji su uticali na efikasnost monetarne politike u prethodnom višedecenijskom periodu. Ovi faktori su:

- inovativni pristup u vođenju monetarne politike koji se zasniva na targetiranju inflacije i transparentnosti monetarne politike (Woodford, 2003);
- razvoj transmisionih kanala monetarne politike zasnovanih na cenama aktive (Davis, 2010);
- finansijske inovacije, stepen liberalizacije finansijskog tržišta, njegova dubina i kompleksnost; međunarodni tokovi kapitala, koji su povećali mogućnosti za investiranje; strukturne reforme na tržištu proizvoda i usluga i na tržištu radne snage, koje su oslabile rigidnosti cena i nadnica i povećale efikasnost monetarne politike (Ahrend et al., 2008: 24-28; European Central Bank, 2010: 87).

Značajna pažnja u istraživanjima posvećena je uticaju finansijskog tržišta i cena aktive na recesije i reakcijama monetarne politike na dešavanja na finansijskom tržištu. Finansijsko tržište i cene aktive odigrali su značajnu ulogu u poslednje dve recesije.

Monetarna politika nije međutim na pravi način reagovala na razvoj događaja na pojedinim tržištima aktive, kao što su tržište nekretnina i tržišta finansijske aktive. Postojale su doduše određene mikro prudencijalne mere koje su regulisale rad preduzeća i banaka ali je sistemski rizik potcenjen. U isto vreme, jedna od posledica ublažavanja poslovnih ciklusa poslednjih decenija i povećane stabilnosti cena i ekonomskog sistema u celini bila je i opšte potcenjivanje rizika. Relaksirani su uslovi kreditiranja, dozvoljeno je postojanje nedovoljno regulisanog paralelnog bankarskog sistema i čitavog niza finansijskih inovacija sa neizvesnim efektima, čime je ugrožena finansijska stabilnost i stabilnost celokupnog sistema. Negativna dešavanja na finansijskim tržištima u kombinaciji sa nedovoljnom regulativom od strane monetarnih autoriteta rezultirala su na kraju recesijama. *Zbog toga se smatra da je monetarna politika, mada je doprinela ublažavanju ciklusa i ekonomskih fluktuacija, unekoliko i odgovorna za njihovo nastajanje, bar što se tiče poslednje dve recesije* (OECD, 2010: 23).

Kao posledica, u okviru monetarne politike danas su formulisane strategije koje obezbeđuju stabilnost finansijskog sistema a očuvanje stabilnosti finansijskog sistema proklamovano je kao jedan od najvažnijih ciljeva monetarne politike. Ove strategije obuhvataju primenu prudencijalnih mera na mikro i makro nivou, kao što su stroga regulacija finansijskih tržišta, nadzor finansijskih institucija i bankarskog sistema, kontrola kredita i njihovo obezbeđivanje i druge slične mere (OECD, 2010: 32).

1.2. Karakter fiskalne politike

Fiskalna politika u razvijenim tržišnim ekonomijama članicama OECD – a u celini posmatrano bila je kontraciklična. Za 25 zemalja OECD – a, od 1970 – tih do 2008. godine, ukupan fiskalni bilans tj. bilans budžeta zemalja („*cyclically-unadjusted balance*“, bilans koji nije ciklično prilagođen) je pozitivno korelisan sa autput gap – om i rastom GDP – a, što implicira poboljšanje bilansa u periodima ekspanzije, pogoršanje bilansa tokom usporavanja i sveukupno kontracikličnu fiskalnu politiku. Međutim, diskreciona fiskalna politika, merena ciklično prilagođenim fiskalnim bilansom

(„*cyclically-adjusted balance*”, tj. bilans budžeta korigovan za efekat automatskih stabilizatora), je slabije korelisana sa autput gap – om i rastom GDP – a: ***diskreciona fiskalna politika je bila neutralna ili eventualno blago kontraciklična.*** (Égert, 2010) Ovaj rezultat se slaže sa rezultatima dobijenim u (Lane, 2003b), gde je ustanovljeno da su u zemljama OECD-a ***automatski stabilizatori glavni pokretač kontracikličnog karaktera fiskalne politike*** i sa rezultatima u (IMF, 2009b), gde je konstatovano da diskreciona fiskalna politika (kao i kod OECD-a aproksimirana ciklično prilagođenim bilansom) nije imala uticaj na skraćenje trajanja recesije, osim ukoliko nisu u pitanju finansijske krize.⁷¹

Razlike ipak postoje po zemljama: diskreciona fiskalna politika bila je snažno kontraciklična u Australiji, Kanadi, Danskoj i Sjedinjenim Američkim Državama, dok je naglašeno prociklična bila u Austriji, Belgiji, Mađarskoj, Holandiji, Poljskoj, Portugaliji i Velikoj Britaniji. ***Zemlje sa većim budžetskim deficitom, gde je budžetski deficit bio preko 3% od GDP-a, imale su tendenciju da reaguju prociklično, dok su zemlje sa povoljnijim fiskalnim bilansom bile u mogućnosti da bolje reaguju na kontrakcije u ekonomskoj aktivnosti merama diskrecione fiskalne politike.*** Nema međutim dovoljno dokaza da se ovakva fiskalna politika može dovesti u vezu sa visinom javnog duga ili veličinom javnog sektora.

Još neki interesantni rezultati u vezi sa karakteristikama diskrecione fiskalne politike su da na strani prihoda, porezi korporacija su reagovali jače na rast GDP-a, dok su porezi na robe i usluge i doprinose za socijalno osiguranje reagovali nešto slabije. Na strani javnih rashoda, investiciona potrošnja i plate zaposlenih u javnom sektoru su najjača prociklična komponenta, dok su državne subvencije kontraciklične. Transferi za socijalno osiguranje ne reaguju ciklično, verovatno zato što doprinosi za zdravstveno i penzijsko osiguranje, koji su aciklični, dominiraju nad cikličnom komponentom koja obuhvata doprinose za slučaj nezaposlenosti. Fiskalni bilans je pozitivno korelisan sa rastom cena aktive (cenama nekretnina i berzanskim indeksima) i sa pokazateljima otvorenosti. (Égert, 2010: 5-6)

⁷¹ Jedno istraživanje je pokazalo da ipak, barem što se tiče Evropske monetarne unije (European Monetary Union – EMU), diskreciona fiskalna politika vremenom sve više poprima kontracikličan karakter (Galí, Perotti, 2003).

Diskreciona fiskalna politika pokazala se kao efikasna u uslovima finansijskih kriza. U ovoj vrsti recesije ustanovljeno je da primena diskrecionih mera fiskalne politike nedvosmisleno utiče na skraćivanje trajanja krize. U uslovima finansijskih kriza dolaze do izražaja sve prednosti ekspanzivne fiskalne politike, naročito mogućnosti bržeg reagovanja u odnosu na monetarnu politiku i njene transmisionne mehanizme. „Kontraciklična diskreciona fiskalna politika neko vreme bila je nepopularna. Skepticizam je proizašao iz negativnih šokova ponude tokom 1970-tih i 1980-tih, koji su ograničili efikasnost fiskalne intervencije i ojačali shvatanje da je monetarna politika postala efikasnija..., međutim... intenzitet poslednje recesije kao da je ojačao apetiti za merama diskrecione fiskalne politike, dobrim delom jer je šok bio veliki, kamatne stope u mnogim zemljama su dostigle zero bound a transmisioni mehanizam monetarne politike oslabljen.“ (OECD, 2010: 18-19).

Takođe, utvrđeno je da **diskreciona fiskalna politika ima uticaj na intenzitet oporavka nakon recesije**, bez obzira na karakter krize. Efikasnost u tom pogledu, međutim, uslovljena je veličinom javnog duga: privatna potrošnja se smanjuje u periodima u kojima je nivo javnog duga visok, kao posledica zabrinutosti zbog visine javnog duga, i na taj način smanjuje se efikasnost fiskalne politike. Zaključak istraživanja je da **nivo javnog duga utiče na efikasnost fiskalne politike**. (IMF, 2009b: 127) Na efikasnost fiskalne politike poslednjih godina uticali su i sledeći faktori (IMF, 2009a: 163):

- Rigidnosti na tržištu dobara i usluga i na tržištu radne snage, koje su redukovale visinu fiskalnih multiplikatora;
- Okvir monetarne politike – fiskalna politika je efikasnija ukoliko je podržava monetarna politika kako bi se ublažio „efekat istiskivanja“;
- Globalizacija i otvorenost, koje pored brojnih pozitivnih efekata na nacionalne ekonomije deluju tako da smanjuju efikasnost fiskalne politike;
- Finansijske inovacije i deregulacija finansijskih tržišta, koje deluju tako što omogućavaju lakši pristup kreditima, smanjuju ograničenja domaćinstava i preduzeća, tako da potrošnja i investicije postaju manje osetljivi na diskrecione mere fiskalne politike.

Što se tiče delovanja automatskih stabilizatora kao komponente kontraciklične fiskalne politike, oni su „...najznačajniji izvor sistematskog kontracikličnog fiskalnog odgovora... njihova veličina se znatno razlikuje od zemlje do zemlje, ali pravilnost je da, što je veća ekonomska snaga države, to su veći i automatski stabilizatori... efekat automatskih stabilizatora posmatran kroz ciklični bilans varira u zavisnosti od veličine države (tj. javnog sektora) i varijacija u autputu...“ (IMF, 2009a: 161) Najznačajniji automatski stabilzatori na strani javnih rashoda su osiguranja protiv nezaposlenosti, dok na strani javnih prihoda, struktura poreza i progresivnost poreza pokazuju kako prihodi reaguju na cikluse (OECD, 2010: 18).

2. Poslovni ciklusi i kontraciklična ekonomska politika u ekonomijama u razvoju i ekonomijama sa nastajućim tržištima

Kakva je istorijski bila uloga kontraciklične ekonomske politike u prevazilaženju cikličnih fluktuacija, kakav je bio njen uticaj, koji su instrumenti makroekonomske politike korišćeni u borbi protiv recesije i kakvi su bili efekti pojedinih mera monetarne i fiskalne politike na ciklične fluktuacije, u literaturi je proučavano ne samo za razvijene tržišne ekonomije, već i za ekonomije u razvoju i ekonomije sa nastajućim tržištima (u: Agénor, McDermott, Prasad, 2000; Rand, Tarp 2001; Lane, 2003a; Benczúr, Rátfai, 2005). Nastajuća priroda tržišta ovih ekonomija ne samo da doprinosi pojavi makroekonomske nestabilnosti i čini ove ekonomije podložnim cikličnim kretanjima i uticajima iz međunarodnog okruženja, već i ograničava mogućnosti za implementaciju i delovanje mera kontraciklične ekonomske politike. Karakteristike nastajućih tržišta ovih ekonomija od uticaja u tom smislu su: nedovoljna razvijenost finansijskih institucija, ograničena fleksibilnost tržišta kapitala i rada, ograničen pristup inostranim izvorima kreditiranja, distorzije u funkcionisanju tržišta roba i faktora proizvodnje (Lane, 2003).

Mogućnost primene i efikasnost pojedinih mera kontraciklične ekonomske politike u zemljama u razvoju i ekonomijama sa nastajućim tržištima u empirijskim istraživanjima ispituju se primenom različitih statističkih metoda. Metodologija je slična kao i za ekonomije u razvoju - najčešće se koristi korelaciona analiza varijabli ekonomske politike sa agregatnim ciklusom kako bi se sagledao karakter kontraciklične monetarne i fiskalne politike i efekti pojedinih mera ekonomske politike. U nekim istraživanjima ispituje se i uzročnost, na primer od novca prema autputu, kako bi se detaljnije sagledali poslovni ciklusi, njihovi uzroci i odnos između značajnih varijabli ekonomske politike i agregatnog ciklusa.

Rezultati ovih istraživanja biće predstavljeni u nastavku, pri čemu će biti izvršena njihova komparativna analiza sa rezultatima sličnih istraživanja za razvijene tržišne ekonomije. Poseban naglasak biće stavljen na mogućnosti primene i efekte pojedinih mera kontraciklične ekonomske politike s obzirom na karakteristike ovih ekonomija i dostignut nivo u razvoju tržišta i tržišnih institucija. Na kraju, biće izvršena komparativna analiza uspešnosti primene pojedinih mera kontraciklične ekonomske politike u razvijenim tržišnim ekonomijama i ekonomijama u razvoju. Ali pre toga, pogledajmo kakve su karakteristike poslovnih ciklusa u ekonomijama u razvoju i ekonomijama sa nastajućim tržištima, i kakve su ove karakteristike u poređenju sa karakteristikama ciklusa u razvijenim tržišnim ekonomijama.

2.1. Karakteristike poslovnih ciklusa

Karakteristike poslovnih ciklusa u ekonomijama u razvoju i ekonomijama sa nastajućim tržištima se značajno razlikuju od karakteristika poslovnih ciklusa u razvijenim tržišnim ekonomijama. *Trajanje poslovnih ciklusa u proseku je kraće nego u razvijenim tržišnim ekonomijama a učestalost ciklusa je veća.* Vrhovi i dna ciklusa se relativno brzo smenjuju, što odražava podložnost ovih ekonomija različitim vrstama šokova i nemogućnost da se stabilizuju ekonomske fluktuacije (na primer, pomoću automatskih stabilizatora). Trajanje poslovnih ciklusa kreće se između sedam i 18 kvartala (Agénor, McDermott, Prasad, 2000., na uzorku od 15 zemalja u razvoju za period od decenije 1960-tih pa do kraja 1990-tih). Zabeležene su i određene regionalne specifičnosti po pitanju učestalosti i dužine ciklusa i njihovih faza. Tako na primer, neke azijske i severno afričke zemlje beleže česte i dugačke recesije (Indija, Koreja, Maroko). U zemljama Južne Amerike, međutim, dužina ciklusa se vremenom skraćuje (Čile, Meksiko). Ova pojava se pripisuje jednim delom efikasnijoj ekonomskoj politici a drugim delom poboljšanim ekonomskim performansama ovih zemalja.

Tačke prekretnice ciklusa u ekonomijama u razvoju i ekonomijama sa nastajućim tržištima zaostaju za tačkama prekretnicama ciklusa u razvijenim tržišnim ekonomijama. Takođe, tačke prekretnice zaostaju za značajnim događajima na međunarodnom ekonomskom planu koji su prouzrokovali recesije u razvijenim

tržišnim ekonomijama, kao što su naftne ili političke krize (što postavlja pitanje da li ove zemlje reaguju na sam događaj ili na recesiju u razvijenim tržišnim ekonomijama koja je posledica tog događaja, a mišljenje u literaturi je da reaguju i na jedno i na drugo).

Ponekad se dešava da tačke prekretnice ciklusa za pojedine regione budu zabeležene u približno isto vreme, kao posledica nekog značajnog događaja na međunarodnom ili regionalnom planu. Ipak, to je retkost, i najčešće se tačke prekretnice manifestuju u različitim terminima. Iz toga se može zaključiti da *specifične okolnosti za svaku zemlju imaju presudnu ulogu u određivanju datuma tačaka prekretnica*. Pojedini regioni pokazuju nešto više pravilnosti u sinhronizaciji tačaka prekretnica u odnosu na druge regione (na primer, zemlje Latinske Amerike u odnosu na Afričke zemlje).

Novija i obimnija istraživanja na većem broju zemalja pružila su nove uvide u karakteristike poslovnih ciklusa i ponašanje pojedinih značajnih makroekonomskih varijabli tokom ciklusa. U (Rand, Tarp 2001., na uzorku od 50 zemalja u razvoju, za period do kraja 1990-tih), posmatran je veći broj makroekonomskih varijabli: komponente agregatne tražnje – potrošnja i investicije, varijable ekonomske politike (državna potrošnja, novčana masa M2), monetarne varijable (cene, realan efektivni devizni kurs, privatni krediti) i varijable relevantne za međunarodnu razmenu (uvoz, izvoz, odnosi razmene). Analizirani su varijabilitet makroekonomskih varijabli izražen standardnom devijacijom i korelacija varijabli sa bruto domaćim proizvodom. Naročita pažnja posvećena je korelaciji cena i agregatnog ciklusa, kako bi se eventualno odredili uzroci ciklusa, s obzirom na to da se u literaturi smatra da znak koeficijenta korelacije između cena i agregatnog ciklusa ukazuje na uzroke poslovnih ciklusa: ukoliko je ova korelacija pozitivna, uzroci poslovnih ciklusa su na strani agregatne tražnje; u suprotnom, uzroci poslovnih ciklusa nalaze se na strani agregatne ponude.

Na osnovu standardne devijacije ciklične komponente bruto domaćeg proizvoda, utvrđeno je da je *varijabilitet ciklusa u zemljama u razvoju izraženiji u odnosu na razvijene tržišne ekonomije*. Varijabilitet poslovnih ciklusa razlikuje se za pojedine regione: u nekim regionima ovaj varijabilitet je izraženiji (Pod-Saharska Afrika), dok u

drugima (zemlje Latinske Amerike, Azijske i zemlje Severne Afrike) nema većih razlika u varijabilitetu ciklusa u odnosu na razvijene tržišne ekonomije. U pogledu varijabiliteta pojedinih makroekonomskih varijabli tokom ciklusa takođe su zapažene određene regionalne razlike i specifičnosti. Standardna devijacija monetarnih varijabli zemalja Latinske Amerike je veća u odnosu na druge regione, što je razumljivo s obzirom da su ove zemlje prolazile kroz faze hiperinflacije ili visoke inflacije (Argentina, Bolivija, Čile, Peru). Varijabilitet potrošnje, ukupne i privatne, u regionima Latinske Amerike i Pod-Saharske Afrike je veći od varijabiliteta autputa, što ukazuje na poteškoće u upravljanju potrošnjom tokom ciklusa. Pokazatelji za Zemlje Azije i Severne Afrike su nešto povoljniji, varijabilitet posmatranih varijabli – bruto domaćeg proizvoda, potrošnje, investicija, monetarnih varijabli, nešto je veći nego u razvijenim tržišnim ekonomijama ali je ipak manji nego u druga dva regiona.

Što se tiče korelacije pojedinih varijabli sa agregatnim ciklusom, potrošnja i investicije su prociklični. Novčana masa M2 je prociklična. Mada uzročnost od novca prema autputu nije uvek potvrđena Grejndžerovim testom uzročnosti, za procikličan karakter M2 smatra se da ipak signalizira određenu uzajamnu međuzavisnost između novčane mase odnosno monetarne politike i nivoa ekonomske aktivnosti (Rand, Tarp, 2001.: 16). Državna potrošnja po pravilu je prociklična u svim regionima, što ukazuje na nedostatak kontracikličnog odgovora fiskalne politike. Uvoz je procikličan, što odražava uvozu zavisnost zemalja u razvoju. Izvoz je takođe procikličan, dok je trgovinski bilans kontracikličan (u fazi ekspanzije izvoz raste brže nego uvoz). Još jedno istraživanje (Neumeyer, Perri, 2004) potvrđuje da je neto izvoz kontracikličan, a varijabilitet potrošnje izraženiji nego varijabilitet autputa. Priliv kapitala u zemljama u razvoju, a naročito u ekonomijama sa nastajućim tržištima je procikličan i povezan sa procikličnim makroekonomskim politikama (Kaminsky, Reinhart, Végh, 2004). Realna kamatna stopa je prociklična i vodi (Neumeyer, Perri, 2004).

Po pitanju korelacije između agregatnog ciklusa i cena, *korelacija cena sa agregatnim ciklusom je za većinu zemalja negativna što ukazuje na uzroke ciklusa pretežno na*

strani agregatne ponude.⁷² Ima međutim i zemalja gde je ova korelacija pozitivna, kao što su pojedine zemlje Azije i Severne Afrike (Indija, Maroko, Pakistan), gde je zabeležena pozitivna korelacija, odnosno prociklično ponašanje cena, što ukazuje na šokove na strani agregatne tražnje kao izvor ekonomskih fluktuacija u ovim zemljama.⁷³

Posebno istraživanje je obuhvatilo zemlje Centralne i Istočne Evrope (Benczúr, Rátfai, 2005.). Karakteristike cikličnih fluktuacija u ovoj grupi zemalja slične su kao i karakteristike ciklusa utvrđene za zemlje u razvoju. Na uzorku od 12 zemalja (Bugarska, Hrvatska, Češka Republika, Estonija, Mađarska, Litvanija, Letonija, Poljska, Rumunija, Ruska Federacija, Slovačka i Slovenija) za period 1993-2003. godine, došlo se do zaključka da su *fluktuacije u zemljama Centralne i Istočne Evrope izraženije nego u razvijenim tržišnim ekonomijama i sličnog su intenziteta kao u zemljama u razvoju. Varijabilitet fluktuacija izražen standardnom devijacijom po pravilu je veći nego u razvijenim tržišnim ekonomijama a većina najznačajnijih makroekonomskih varijabli je prociklična*. U pojedinim zemljama, kao što su Bugarska i Hrvatska, naročito je izražen varijabilitet cena, što je posledica epizoda visoke inflacije kroz koje su ove zemlje prošle tokom decenije 1990-tih. Visoka standardna devijacija zabeležena je za privatnu potrošnju (ukazuje na poteškoće u upravljanju tražnjom, ali se može pripisati i specifičnostima potrošnje u zemljama u tranziciji). Izražen je i varijabilitet privatnih investicija, što ukazuje na brzo reagovanje inače plitkog tržišta kapitala na signale u ekonomiji. Novčana masa M2 je prociklična i vodi u većini zemalja, investicije koincidiraju ili vode. *Cene su u nekim zemljama kontraciklične a u nekim prociklične* (Ruska Federacija), ili čak aciklične, na primer u Litvaniji i Poljskoj. Cene su prociklične u zemljama sa fleksibilnijim režimima deviznog kursa – Mađarska, Poljska i Slovenija. Državna potrošnja je izraženo prociklična. Neto eksport je kontracikličan. Realan efektivni devizni kurs ne pokazuje jasan obrazac za većinu zemalja.

⁷² Posebno se ispituje korelacija agregatnog ciklusa sa inflacijom a posebno sa kretanjem cena, pri čemu, inflacija se definiše kao procentualna promena indeksa potrošačkih cena. Znak korelacije za inflaciju i agregatni ciklus većinom odgovara korelaciji ustanovljenoj za nivo cena, odnosno CPI.

⁷³ Jedno drugo istraživanje takođe ukazuje na šokove agregatne ponude (Aguiar, Gopinath, 2004).

Zaključak istraživanja je da se ekonomske fluktuacije u zemljama Centralne i Istočne Evrope mogu raspoznati u svim značajnim makroekonomskim varijablama i nisu posledica samo procesa tranzicije kroz koji su ove zemlje prolazile. Karakteristike fluktuacija su slične kao u ekonomijama u razvoju, a uzroci fluktuacija se, na osnovu korelacije cena i agregatnog ciklusa koja je negde pozitivna a negde negativna, baš kao ni za zemlje u razvoju, ni za ovu grupu zemalja ne mogu generalizovati.

2.2. Monetarna politika i politika deviznog kursa

Kontraciklično delovanje monetarne politike u zemljama u razvoju i zemljama sa nastajućim tržištima dugo je bilo u drugom planu u odnosu na ulogu monetarne politike u procesima makroekonomske stabilizacije i suzbijanja inflacije (setimo se samo Meksika i Argentine). Sa poboljšanjem makroekonomskih performansi i sprovedenom stabilizacijom stekli su se uslovi za primenu monetarne politike u kontraciklične svrhe, a odnos između monetarnih varijabli i poslovnih ciklusa postao je predmet istraživanja i analize u cikličnom kontekstu.

Varijabla koja se u empirijskim istraživanjima cikličnog karaktera monetarne politike u ekonomijama u razvoju i ekonomijama sa nastajućim tržištima posmatra i na osnovu koje se ocenjuje karakter monetarne politike je novčana masa M2. Ovo zbog toga što je u zemljama u razvoju i zemljama sa nastajućim tržištima u periodu za koji su istraživanja vršena (u zavisnosti od raspoloživosti podataka, od početka decenije 1970-tih ili 1980-tih pa do kraja 1990-tih i nakon 2000. godine) težište monetarnog regulisanja bilo, a u nekima je to još uvek, na regulisanju ponude novca putem bankarskih kredita. Najčešće, ne postoje adekvatni uslovi za delovanje kamatnog mehanizma a uloga finansijskog tržišta je ograničena. Monetarno regulisanje prevashodno se zasniva na regulisanju emisije primarnog novca, uglavnom preko kredita centralne banke poslovnim bankama, uz delovanje obaveznih rezervi na visinu monetarnog multiplikatora i indirektno, na formiranje novčane mase. Tek u novije vreme neke od ovih zemalja prešle su na mehanizam delovanja monetarne politike

preko kamatne stope i tržišta novca (u Srbiji od 2006.). U mnogima od ovih zemljama finansijsko tržište još uvek nije dovoljno razvijeno ili je plitko.

Procikličan karakter novčane mase M2 u zemljama u razvoju i ekonomijama sa nastajućim tržištima potvrđen je u svim empirijskim istraživanjima (Agénor, McDermott, Prasad, 2000; Rand, Tarp 2001; Lane, 2003a; Benczúr, Rátfai, 2005). Korelacija sa autputom je pozitivna, mada ne uvek visoka (za razliku od razvijenih tržišnih ekonomija gde je ova korelacija visoka).⁷⁴ *Novčana masa „vodi“ u odnosu na ekonomsku aktivnosti, a korelacija je najviša na pomacima bliskim nuli, što ukazuje da se monetarni šokovi prenose na ekonomsku aktivnost vrlo brzo.* Međutim, uzročnost od novca prema autputu u većini zemalja nije potvrđena, što je dalo povoda za tumačenja da pozitivna korelacija može biti posledica reakcije novčane mase na egzogene šokove koji zatim (sa pomakom) prouzrokuju poslovne cikluse u zemlji (Agénor, McDermott, Prasad, 2000: 270). U svakom slučaju, pozitivna korelacija monetarnih agregata sa agregatnim ciklusom ukazuje na značaj monetarnih fluktuacija u procesima generisanja ciklične nestabilnosti: *„Zapanjujuće je koliko zemalja pokazuje značajnu pozitivnu korelaciju između autputa i monetarnih agregata. Zbog toga bi bilo opravdano uključiti monetarne varijable prilikom modeliranja poslovnih ciklusa u zemljama u razvoju.“* (Rand, Tarp, 2001.: 30)

Samim tim što ukazuje na značaj monetarnih fluktuacija u generisanju ciklične nestabilnosti i na povezanost monetarnih i realnih fluktuacija, pozitivna korelacija novčane mase sa agregatnim ciklusom ukazuje i na mogućnosti korišćenja monetarne politike u stabilizacione, kontraciklične svrhe. Ove mogućnosti, međutim, nisu u prošlosti korišćene: *„Novac i krediti privatnog sektora pokazuju izraženi varijabilitet u sve tri grupe zemalja u razvoju. Monetarna politika je korišćena i u druge svrhe osim stabilizacije.“* (Rand, Tarp, 2001.: 31)⁷⁵ Standardna devijacija novčane mase M2 je vrlo visoka u odnosu na standardnu devijaciju bruto domaćeg proizvoda (u pojedinim

⁷⁴ Kriterijum za visinu korelacije koji je korišćen u za razvijene tržišne ekonomije je da koeficijent korelacije po apsolutnoj vrednosti mora biti veći od standardne greške ocene koeficijenta korelacije da bi se smatralo da je serija „značajno korelisana“ sa agregatnim ciklusom, odnosno da je korelacija „visoka“.

⁷⁵ Krediti privatnog sektora su jedna od monetarnih varijabli koja se posmatra. Pozitivna korelacija sa agregatnim ciklusom je značajna jer ukazuje na potencijalno važno mesto privatnih kredita u kreiranju kontraciklične monetarne politike. Ovo naročito važi ako privatni krediti „vode“ u odnosu na agregatni ciklus.

zemljama dva, tri pa i više puta). Varijabilitet novčane mase izuzetno je izražen u zemljama Latinske Amerike koje su prošle kroz fazu visoke inflacije (Argentina, Bolivija, Čile, Peru), gde standardna devijacija dostiže ekstremno visoke vrednosti, po 10 ili 20 puta veće od standardne devijacije bruto domaćeg proizvoda.

Osim novčane mase, još jedna varijabla monetarne politke čiji se karakter ispituje je devizni kurs, ali su tu pravilnosti teže uočljive i drugačije se tumače. Što se tiče korelacije deviznog kursa i agregatnog ciklusa, u nekim zemljama je ova korelacija pozitivna (na primer Indija, Maroko, Tunis, Turska) dok je u nekim zemljama negativna (Čile, Nigerija, Urugvaj; Agénor, McDermott, Prasad, 2000.). Vrlo često je korelacija niska ili blizu nule. Zaključak je da... „*Odsustvo sistematskog odnosa između realnog deviznog kursa i poslovnih ciklusa je konzistentno sa činjenicom da na ovaj odnos utiče mešavina šokova ponude, tražnje i nominalnih šokova, od kojih svaki može uticati na korelaciju na različit način.*“ (Agénor, McDermott, Prasad, 2000.: 278)

Jasno je da politika deviznog kursa u ekonomijama u razvoju i ekonomijama sa nastajućim tržištima nije vođena u cikličnom kontekstu, kao ni monetarna politika, a odsustvo značajne korelacije svedoči o tome. Izbor režima deviznog kursa u ovim ekonomijama vršen je u kontekstu pospešivanja privrednog rasta i efekata na rast izvoza, u svrhe unapređenja konkurentnosti privrede, ili je pak posmatran efekat deviznog kursa na rast inflacije: „*Za izbor sistema deviznog kursa u zemljama u razvoju relevantni su sledeći kriterijumi: nivo deviznih rezervi, mobilnost kapitala, inflacija, pokretljivost radne snage, trgovinska integracija.*“ (Kovačević, 2010: 159) Međutim, bez obzira na odsustvo sistematskog odnosa, utvrđivanje korelacije deviznog kursa i agregatnog ciklusa je od značaja jer „... *znak i jačina ove korelacije mogu ukazati na tipove šokova koji su dominirali u nekom određenom periodu, a može pomoći i u objašnjenju odnosa između outputa i varijabli spoljne trgovine.*“ (Agénor, McDermott, Prasad, 2000.: 277)

Pored novčane mase i deviznog kursa, u empirijskim istraživanjima ispitana je veza agregatnog ciklusa i nekih monetarnih varijabli koje nisu pod direktnom kontrolom centralne banke, ali odražavaju opšte monetarne uslove i karakter (ekspanzivan/

restriktivan, procikličan/kontracikličan) monetarne politike. Ispitivani su krediti privatnog sektora, kao značajan izvor investicija u ovim zemljama s obzirom na plitko i nedovoljno kapitalizovano finansijsko tržište, zatim cene (pre svega u smislu utvrđivanja uzroka cikličnih fluktuacija) i korelacija između kamatne stope i agregatnog ciklusa (u pitanju je kamatna stopa u razvijenim tržišnim ekonomijama tzv. „svetska kamatna stopa“ a ponekad i domaća kamatne stope). Varijabilitet svih ovih monetarnih varijabli je izražen ali su pravilnosti u smislu pozitivne/negativne korelacije teže uočljive osim za kredite privatnog sektora, gde je korelacija pozitivna, što ukazuje na značaj ovog izvora finansiranja i potencijalno važnu ulogu prilikom formulisanja eventualne kontraciklične ekonomske politike. Korelacija cena sa agregatnim ciklusom je za većinu zemalja negativna što ukazuje na uzroke ciklusa prevashodno na strani agregatne ponude.

Ciklične karakteristike monetarnih varijabli i varijabli monetarne politike u zemljama Centralne i Istočne Evrope (Bugarska, Hrvatska, Češka Republika, Estonija, Mađarska, Litvanija, Letonija, Poljska, Rumunija, Ruska Federacija, Slovačka i Slovenija, za period 1993-2003. Godine, Benczúr, Rátfai, 2005.) slične su kao i karakteristike utvrđene za zemlje u razvoju. *Novčana masa M2 u zemljama Centralne i Istočne Evrope je u skoro svim zemljama prociklična a varijabilitet fluktuacija monetarnih varijabli je izražen i veći je nego u razvijenim tržišnim ekonomijama*, i to kako apsolutni, tako i u odnosu na bruto domaći proizvod (poređenja su vršena u odnosu na zemlje G7). *Varijabilitet cena, kredita i deviznog kursa je izražen*, što svedoči o neujednačenoj monetarnoj politici, prisustvu nominalnih šokova i periodima inflacije u pojedinim ekonomijama. Nema govora o kontracikličnoj monetarnoj politici, naprotiv, u nekima od ovih zemalja (Bugarska, Rumunija) loše vođena monetarna politika imala je za posledicu visoku inflaciju i verovatno pogoršala makroekonomsku nestabilnost.

2.3. Fiskalna politika

Varijable koje se u empirijskim istraživanjima cikličnog karaktera fiskalne politike u ekonomijama u razvoju i ekonomijama sa nastajućim tržištima posmatraju su javni rashodi (government spending), javni prihodi (government revenues), visina budžetskog

deficita, državne kupovine (government purchases, sto odgovara stavci „kupovina dobara i usluga“ u budžetu Srbije) i takozvani „fiskalni impuls“ (fiscal impulse), definisan kao odnos javnih rashoda i javnih prihoda. Ovde će biti izloženi rezultati analize cikličnog karaktera za ukupne javne rashode i ukupne javne prihode kao najvažnije i najobuhvatnije varijable fiskalne politike.

Prema dosadašnjim istraživanjima, *fiskalna politika u ekonomijama u razvoju i ekonomijama sa nastajućim tržištima imala je, uz nekoliko izuzetaka, pretežno procikličan karakter*. U prvom istraživanju koje je posmatrano (Agénor, McDermott, Prasad, 2000), korelacija javnih rashoda sa agregatnim ciklusom bila je negativna samo za Čile, Južnu Koreju, Meksiko i Filipine (negativna korelacija znači da kada ekonomska aktivnost opada, javni rashodi rastu), što ukazuje na kontracikličnu ulogu fiskalne politike u prevazilaženju cikličnih privrednih fluktuacija u ovim zemljama. Ostalih 11 zemalja obuhvaćenih istraživanjem pokazuje pozitivnu korelaciju i odsustvo kontracikličnog delovanja fiskalne politike. Rezultati drugog, opsežnijeg istraživanja (Rand, Tarp 2001., na uzorku od 50 zemalja u razvoju, za period do kraja 1990-tih) takođe daju pozitivnu korelaciju javnih rashoda sa autputom za sve regione koji su posmatrani i skoro sve zemlje po regionima. Retke su zemlje u kojima je fiskalna politika bila je kontraciklična (Malavi, Dominikanska Republika, Nigerija), mada je ponegde zabeležena negativna korelacija državnih kupovina (kao uže stavke od ukupnih javnih rashoda) sa agregatnim ciklusom. Što se tiče javnih prihoda, oni su negde aciklični a negde kontraciklični, što je „*fenomen koji je teško objasniti*“ (Agénor, McDermott, Prasad, 2000: 280), ali bi se možda objašnjenje moglo potražiti u poreskom sistemu ovih zemalja i promenama visine poreskih stopa u pojedinim fazama ciklusa, ili pak u poreskoj evaziji koja je u ovim zemljama rasprostranjena pojava i koja raste u fazama ekspanzije.

U ekonomijama u razvoju i ekonomijama sa nastajućim tržištima nije dakle bilo primene fiskalne politike u kontraciklične svrhe, a ove zemlje ponašale su se tokom ciklusa „neodgovorno“: u fazama ekspanzije, umesto da se javna potrošnja i budžetski deficit smanje, i tako ostavi mogućnost za neko buduće kontraciklično delovanje u uslovima krize, ove zemlje su više trošile, povećavajući javnu potrošnju i budžetski

deficit i sužavajući tako prostor za kontraciklično delovanje fiskalne politike u budućnosti. Šta više, što je varijabilitet autputa odnosno cikličnih fluktuacija bio veći, to su prociklične tendencije fiskalne politike bile izraženije (Lane, 2003a: 9, na uzorku od 5 zemalja Istočne Azije i 19 zemalja Latinske Amerike).

Uzroci ovakvog ponašanja zemalja u razvoju i ekonomija sa nastajućim tržištima nalaze se u takvom fiskalnom sistemu koji dozvoljava nepostojanje fiskalnih pravila ili njihovo nepoštovanje. Nije međutim problem samo u fiskalnom sistemu i nedostatku fiskalne discipline već ima i drugih razloga koji su sistemske prirode, imanentni ovim ekonomija zbog već pominjanih karakteristika tržišta u nastajanju kao što su: nedovoljna razvijenost finansijskih institucija, ograničena fleksibilnost tržišta kapitala i rada, ograničen pristup inostranim izvorima kreditiranja, distorzije u funkcionisanju tržišta roba i faktora proizvodnje (Lane, 2002). Zbog ovih karakteristika, u ekonomijama u razvoju veoma je teško predvideti kakve će biti konjunkturane tendencije da bi se u skladu sa tim vodila fiskalna politika. Podložnost ovih ekonomija uticajima iz okruženja i međunarodnim ciklusima je još jedan problem više. Pored toga, ekonomije u razvoju i ekonomije sa nastajućim tržištima su konstantno u procesu strukturnih reformi a neke od njih i u intenzivnom procesu industrijalizacije. Efekte ovih reformi na autput veoma je teško oceniti, čak i na kratak rok. U pojedinim periodima može prevladati nerealan optimizam po pitanju mogućnosti javne potrošnje da bi se kasnije fiskalna konsolidacija započela tek kada je ekonomija u podmakloj recesiji. U narednim fazama ciklusa ovo može naknadno pogoršati ciklične fluktuacije i produbiti budžetsku neravnotežu. Još jedan na listi uzroka su politički procesi u ovim zemljama. Izbori su česti, kao i promene ekonomske politike vlada, pa je ekonomija konstantno pod uticajem izbornih ciklusa, u situaciji u kojoj su troškovi izbora po pravilu visoki, ekonomska politika nema kontinuitet a fiskalna ekspanzija je manje – više konstantna.

Kakve su bile posledice neadekvatne, prociklične fiskalne politike u ovim zemljama? Posledice konstantne fiskalne ekspanzije su udžbeničke: prelivanje fiskalne ekspanzije u potrošnju i uvoz, rast spoljnotrgovinskog deficita, povećanje budžetskog deficita i posle izvesnog vremena, veliki naponi uloženi u fiskalnu konsolidaciju umesto u strukturne

promene, investicije i rast bruto domaćeg proizvoda, i najzad, potpuno neiskorišćeni potencijali kontraciklične fiskalne politike.

Što se tiče karakteristika fiskalne politike u zemljama Centralne i Istočne Evrope (Benczúr, Rátfai, 2005.) državna potrošnja pokazuje veći varijabilitet nego u razvijenim tržišnim ekonomijama, koji je približno kao u ekonomijama u razvoju (standardna devijacija državne potrošnje je do dva puta veća od standardne devijacije autputa, sa izuzetkom Slovačke), što govori o neujednačenoj fiskalnoj politici.⁷⁶ ***Fiskalna politika je u zemljama Centralne i Istočne Evrope imala procikličan karakter ali ipak nešto slabiji nego u zemljama u razvoju*** (korelacija sa agregatnim ciklusom je pozitivna ali niska). Na ovakav rezultat uticali su reforma fiskalnog sistema i povećana fiskalna disciplina, jer su neke od ovih zemalja bile u procesu pridruživanja Evropskoj uniji u periodu koji je posmatran (od 1993-2003. godine), što je uticalo na povećanje fiskalne odgovornosti i kakvo-takvo smanjivanje državne potrošnje u periodima ekspanzije. Kontraciklični karakter fiskalne politike, međutim, uprkos povećanoj fiskalnoj disciplini nije postignut.

2.4. Strukturne reforme

U cilju poboljšanja makroekonomskih performansi, izgradnje tržišne ekonomije i podsticanja privrednog rasta i razvoja, u ekonomijama u razvoju i ekonomijama sa nastajućim tržištima sprovode se strukturne reforme. Strukturne reforme obuhvataju reforme i mere ekonomske politike u realnom, monetarnom i finansijskom i u sektoru države. U realnom sektoru, strukturne reforme obuhvataju privatizaciju i restrukturiranje preduzeća, promenu strukture privrede, liberalizaciju tržišta i razvoj institucija tržišne ekonomije. U finansijskom i monetarnom sektoru, reforme obuhvataju restrukturiranje banaka i preduzeća, privatizaciju banaka, razvoj tržišta kapitala i finansijskog tržišta, jačanje nezavisnosti centralne banke. U sektoru države, u reforme spadaju izgradnja i jačanje institucija države uz istovremeno restrukturiranje javnog sektora i smanjenje javnih rashoda. U fiskalnom sektoru, mere obuhvataju poresku

⁷⁶ Svi rezultati koji su izloženi dobijeni su primenom HP filtera kao metoda za identifikaciju trenda.

reformu, smanjenje evazije poreza, bolju poresku administraciju i druge mere usmerene na poboljšanje efikasnosti poreskog sistema. (Dimitrijevic, Fabris, 2007)

Strukturne reforme imaju dalekosežne posledice na strukturu i funkcionisanje nacionalne ekonomije i značajno doprinose poboljšanju makroekonomskih performansi ekonomije. Osim poboljšanja makrekonomskih performansi, strukturne reforme imaju posledice i na stabilnost nacionalnih ekonomija jer povećavaju otpornost nacionalne ekonomije na uticaje iz okruženja i procese transmisije međunarodnih ciklusa. Drugim rečima, *strukturne reforme ne samo da imaju dugoročan efekat na privredni rast, već i doprinose kratkoročnom prilagođavanju na šokove i imaju uticaja na transmisione kanale ovih šokova*. Efekat je poznat na osnovu dosadašnjih iskustava razvijenih tržišnih ekonomija (Artis, Claeys, 2007) i može se očekivati da se ispolji u ekonomijama u razvoju i ekonomijama sa nastajućim tržištima. Ovaj aspekt strukturnih reformi koji se odnosi na kratkoročna prilagođavanja na šokove je naročito značajan zbog podložnosti ekonomija u razvoju i ekonomija sa nastajućim tržištima različitim vrstama šokova, izloženosti ovih ekonomija šokovima iz međunarodnog okruženja i procesima transmisije međunarodnih ciklusa i činjenice da su ciklusi u ovim ekonomijama brojniji a njihov varijabilitet izraženiji nego u razvijenim tržišnim ekonomijama.

Strukturne reforme su dugotrajan proces. Veliki deo ovih reformi u zemljama u razvoju i ekonomijama sa nastajućim tržištima još uvek nije sproveden do kraja tako da još uvek nisu u potpunosti sumirani efekti reformi i njihov uticaj na stabilnost nacionalnih ekonomija i ekonomske fluktuacije, ali se uopšteno smatra da su ove zemlje do sada imale „veliku korist“ od strukturnih reformi (Sánchez, 2007: 7). U literaturi su, na osnovu rezultata dobijenih za razvijene tržišne ekonomije, definisani načini uticaja strukturnih reformi i mogući efekti na ciklične fluktuacije i stabilnost: *„Strukturne reforme na tržištu roba i usluga i na tržištu rada mogle bi doprineti fleksibilnosti i samim tim poboljšati otpornost na makroekonomske šokove“* (Centre for European Economic Research GmbH, 2008: 8) ... *„Prednosti koje proizilaze iz reforme domaćeg finansijskog sektora su evidentne u načinu na koji ekonomija reaguje na realne i finansijske šokove ... smanjuju se troškovi usled nepovoljnih odnosa razmene i šokova*

kamatne stope... Niz mehanizama, posebno poboljšanje dostupnosti kredita, igraju ključnu ulogu u jačanju otpornosti ekonomije na šokove.“... pri čemu, „...Veća otpornost na realne šokove u privredama sa više liberalizovanim finansijskim sektorima je dokaz koliko takve reforme mogu da ojačaju veze između realnog i finansijskog sektora u ekonomiji.“ (IMF, 2008c: 43)

Detaljnije analize uticaja strukturnih promena na stabilnost i povećanje otpornosti nacionalnih ekonomija za pojedinačne zemlje sprovedene su samo za manji broj ekonomija u razvoju i ekonomija sa nastajućim tržištima. Jedna od tih zemalja je Čile, gde su kao varijable strukturne politike u empirijskom istraživanju korišćeni devizni kurs (nije korišćen kao monetarna varijabla već kao varijabla strukturne politike jer se režim deviznog kursa postepeno menjao u pravcu sve veće fleksibilnosti „kao rezultat odluka ekonomske politike”) i „terms of trade” tj. „odnosi razmene”, koji treba da ukažu na otvorenost ekonomije kao rezultat strukturnih promena i reformi u oblasti spoljne trgovine u cilju povećanja spoljnotrgovinske razmene i izvoza. (Franken, Le Fort, Parrado, 2005). Na osnovu analize veličine jaza varijabli ekonomske politike, primećeno je da „Komponente ekonomske politike su registrovale najveće smanjenje varijabiliteta, čak veće i nego sam proizvodni jaz. Ovo sugeriše da su politika upravljanja tražnjom i strukturne politike napravile ekonomski značajan doprinos ublažavanju fluktuacija poslovnih ciklusa u smislu i veličine i amplitude. Ovaj rezultat odražava jačanje okvira makroekonomske politike i procesa izgradnje institucija koji je u toku.“ (Franken, Le Fort, Parrado, 2005) Primer Čilea pokazuje da bi potencijal strukturnih reformi u prevazilaženju cikličnih fluktuacija mogao biti značajan.

U jednom od retkih radova u kojima se posmatra uticaj strukturnih promena na cikluse i stabilnost u ekonomijama sa nastajućim tržištima, analiziraju se strukturne promene i varijable strukturne politike i njihov uticaj na cikluse za ekonomije sa nastajućim tržištima (Calderón, Fuentes 2006., na uzorku od 14 ekonomija sa nastajućim tržištima, sedam zemalja Latinske Amerike i sedam Azijskih zemalja). U ovom istraživanju, varijable koje se koriste kao indikatori strukturne politike su „Razvijenost finansijskog tržišta“ iskazana kao ratio privatnih kredita i GDP – a, „Spoljnotrgovinska otvorenost“, izražena kroz obim spoljnotrgovinske razmene i

„Otvorenost finansijskog tržišta“, iskazana kroz priliv inostranog kapitala. Posmatrane su i varijable tržišta rada – troškovi zapošljavanja i otpuštanja, troškovi otpočinjanja biznisa, i kvalitet institucija. Navedene varijable su korišćene kao indikatori strukturne politike na osnovu kojih treba da se ispita efekta strukturnih reformi na stabilnost i cikluse. Efekat je posmatran kroz uticaj reformi na učestalost ciklusa, intenzitet ciklusa i na gubitak/dobitak potencijalnog autputa u fazama recesije/oporavka. Ovde nije korišćena korelaciona analiza s obzirom da podaci nisu dostupni u dužem vremenskom periodu, već je korišćena jednostavna statistička analiza i poređenje karakteristika ciklusa (učestalost, intenzitet, gubitak/dobitak potencijalnog autputa) i analiziran uticaj varijabli strukturne politike na ove pokazatelje. Rezultati ukazuju da *zemlje sa većim brojem administrativnih procedura u oblasti zapošljavanja i otpočinjanja biznisa, kao i sa dužim trajanjem ovih procedura, pokazuju veći broj kontrakcija u ekonomskoj aktivnosti (ciklusi su češći). Troškovi recesije (u smislu prosečnog gubitka u potencijalnom autputu) takođe su veći u ovim zemljama. Isto važi i za ekonomije sa rigidnijim tržištem rada. Pored toga, što je lakši pristup domaćem finansijskom tržištu (niži troškovi kreiranja hartija od vrednosti i bolja zaštita prava), to su ciklusi ređi a troškovi recesije niži. Razvijenije finansijsko tržište i veća dostupnost kredita smanjuje troškove recesije, dok otvorenost, ipak, ima različite efekte.* U nekim zemljama Istočne Azije u fazama recesije otvorenost pogoršava dubinu recesije, dok u fazama oporavka doprinosi rastu autputa. U zemljama Latinske Amerike efekat je obrnut. Svi ovi rezultati ukazuju na to koliki je značaj strukturnih reformi u suzbijanju i prevazilaženju cikličnih fluktuacija ekonomske aktivnosti.⁷⁷

⁷⁷ Ovde vidimo i kako je u na osnovu relativno jednostavne metodologije (deskriptivna statistika, grafički prikaz) moguće doći do značajnih i ilustrativnih rezultata. Ovakav pristup u analizi pogodan je za ekonomije u razvoju i ekonomije sa nastajućim tržištima. Posebno je pogodan za analizu indikatora strukturne politike i njihovog uticaja koji su relativno manje „opipljivi“ i određeni u odnosu na najznačajnije makroekonomske indikatore. U perspektivi bi kao indikatori efekata strukturnih reformi u empirijskim istraživanjima, po ugledu na razvijene tržišne ekonomije mogli biti korišćeni i drugi makroekonomski indikatori, kao što su indikatori stanja na tržištu rada – „Cost of labour (minimal wages)“, „Labour taxation (Percentage of average worker earnings)“, ili pak posebno konstruisani indeksi kao što su „Product market regulation“, „State control of business operations“, „Barriers to entrepreneurship“ ili „Barriers to entry in industries“, „Barriers to foreign direct investment“. (Izvor: OECD, Economic Policy Reforms: Going for Growth, 2005.)

2.5. Komparativna analiza uspešnosti primene kontraciklične politike i pouke za Srbiju

S obzirom na to da Srbija kao zemlja u tranziciji ima određene zajedničke karakteristike sa ekonomijama u razvoju i ekonomijama sa nastajućim tržištima u pogledu nastajuće prirode tržišta i dostignutog nivoa u razvoju institucija, može se pretpostaviti da su iskustva ovih zemalja u pogledu dosadašnje primene kontraciklične ekonomske politike relevantna za Srbiju i da mogu poslužiti u kreiranju i implementaciji kontraciklične politike u Srbiji. Može se opravdano tvrditi sledeće:

iskustva ekonomija sa nastajućim tržištima u pogledu primene mera kontraciklične ekonomske politike mogu se koristiti u procesima formulisanja i implementacije kontraciklične ekonomske politike u Srbiji.

U jednom svom delu, onom koji se tiče monetarne politike, ova iskustva su u većini ekonomija u razvoju i ekonomija sa nastajućim tržištima bila negativna. Sve monetarne varijable u empirijskim istraživanjima karaktera monetarne politike u ovim ekonomijama pokazuju visok varijabilitet. I mada neke od ovih varijabli nisu direktno pod uticajem centralnih banaka, statističke karakteristike ciklusa ovih varijabli odražavaju karakter monetarne politike, način monetarnog regulisanja i monetarnu strategiju koja je u određenom periodu preovladavala, a koje do sada nisu favorizovale stabilnosti i kontraciklično delovanje. Monetarna politika u ekonomijama u razvoju i ekonomijama sa nastajućim tržištima bila je u proteklom višedecenijskom periodu pretežno prociklična. Varijabilitet svih monetarnih varijabli je visok, a mogućnosti stabilizacionog, kontracikličnog delovanja monetarne politike nisu u ovim ekonomijama iskorišćene. Blagovremenim prelaskom na režim inflacionog targetiranja razvijene tržišne ekonomije su te mogućnosti mnogo ranije iskoristile, što se manifestovalo u suzbijanju inflacije i ublažavanju ciklusa u ovim zemljama. Nasuprot tome, u ekonomijama u razvoju i ekonomijama sa nastajućim tržištima, rezultati čak ukazuju na monetarnu politiku kao mogući izvor cikličnih fluktuacija ili barem jedan od značajnijih izvora.

Tokom decenije 1990-tih pojedine zemlje u razvoju i zemlje u tranziciji počele su da menjaju svoju monetarnu strategiju i prešle su na monetarni režim targetiranja inflacije (Izrael, Čile, Poljska). Sa prelaskom na režim inflacionog targetiranja monetarna politika dobija poželjnu kontracikličnu dimenziju s obzirom na potencijalno stabilizujuće dejstvo mehanizma delovanja kamatne stope u procesu targetiranja inflacije i na output. Mada iskustva primene ovog režima i efekti na ekonomske fluktuacije nisu još uvek sažeta s obzirom na manji broj zemalja u razvoju koje ovaj režim primenjuju i na relativno kratak period koji su do sada provele u ovom monetarnom režimu, efekti na stabilnost outputa mogu se očekivati u perspektivi. Postoji međutim bojazan da bi „...cena za uvođenje ovog režima i obaranje inflacije mogao biti jedan duži period visokih kamatnih stopa, što bi moglo destimulišuće da deluje na ekonomski rast u ovim zemljama.“ (Lane, 2003a: str.12)

Osim delovanja na inflaciju i output kroz režim inflacionog targetiranja, da li postoje i druge mogućnosti za primenu monetarne politike u kontraciklične svrhe u ekonomijama u razvoju i ekonomijama sa nastajućim tržištima, kakve su mogućnosti delovanja kroz ekspanzivnu monetarnu politiku i da li je takva politika poželjna? Odgovor je potvrđan: „... postoji potreba za ekspanzivnom monetarnom politikom kao odgovorom na šokove. ... Ekspanzivna monetarna politika može poboljšati domaću likvidnost što može predstavljati kompenzaciju za plitko finansijsko tržište i otežan pristup kreditima na međunarodnom tržištu kapitala.“ (Lane, 2003a: str.6) Dalje, postoje određene mogućnosti kontracikličnog delovanja kroz politiku deviznog kursa, mada sa prelaskom na režim monetarnog targetiranja devizni kurs nije više instrument, već postaje indikator monetarne politike. Sa prelaskom na režim inflacionog targetiranja zemlje se odlučuju ili za rukovođeno fleksibilni devizni kurs ili za nezavisno fluktuiranje, što su režimi koji su kompatibilni sa režimom targetiranja inflacije. Fleksibilnost deviznog kursa međutim je od ograničene koristi za finansijski osetljive male otvorene ekonomije, ali ipak nije nepoželjna: „Mada depresijacija podiže realan teret duga izraženog u stranoj valuti, to je najčešće važnije od činjenice da (uz regularne kejnzijanske efekte) stimulisanje domaćeg outputa podiže profite, što poboljšava neto vrednost investitora i popušta kreditna ograničenja“ (Lane, 2003a: str. 6). Većina ekonomija u razvoju i ekonomija sa nastajućim tržištima opredelila se pak za neku od varijanti režima

targetiranja deviznog kursa, gde je centralna banka spremna da interveniše na deviznom tržištu kupujući ili prodajući devize da bi održala devizni kurs na unapred određenom nivou ili unutar određenog raspona a devizni kurs služi kao nominalno sidro ili prelazni cilj monetarne politike.⁷⁸ Što se pak tiče režima fiksnog deviznog kursa, u ovom deviznom režimu mora da se obrati pažnja na efekte devalvacije, koja može imati veoma negativne posledice ukoliko je zemlja ekstremno zadužena i može pokrenuti inflatornu spiralu sa svim svojim negativnim posledicama. Najzad, razvijene tržišne ekonomije usmerile su svoje aktivnosti u oblasti monetarne politike na institucionalne i strukturne promene i na prudencijalne mere monetarne politke na mikro i makro nivou, što je korak koji tek predstoji za većinu zemalja u razvoju i ekonomija sa nastajućim tržištima.

Razvijene tržišne ekonomije bile su uspešnije i u vođenju kontraciklične fiskalne politike. Iako ni ove ekonomije nisu bile imune na prociklične tendencije i povećano trošenje u fazi ekspanzije kao što je to često slučaj sa ekonomijama u razvoju, stabilizujuće dejstvo automatskih stabilizatora koji su u ovim zemljama izdašni odigralo je odlučujuću ulogu u određivanju karaktera fiskalne politike. U domenu fiskalne politike mehanizmi za stabilizovanje poslovnih ciklusa u zemljama u razvoju i ekonomijama sa nastajućim tržištima su slabiji a mogućnosti delovanja ograničene ekonomskom snagom države i veličinom automatskih stabilizatora. Uloga automatskih stabilizatora u stabilizovanju cikličnih fluktuacija je ograničena, dok je diskreciona fiskalna politika po pravilu prociklična, pod uticajem izbornih ciklusa i neodgovornog fiskalnog trošenja. A kada su i korišćene, mere diskrecione kontraciklične fiskalne politike nisu bile toliko efikasne: *„Ekonomije sa nastajućim tržištima odgovarale su tokom zaokreta fiskalnim stimulusom dvostruko ređe nego razvijene tržišne ekonomije... A kada su reagovale, odgovor je bio intenzivniji mereno ciklično prilagođenim primarnim balansom kao procentom od potencijalnog GDP-a, ali to je samo zato što je i zaokret bio veći... U samo jednoj trećini slučajeva, fiskalni stimulus je obuhvatao i mere na strani javnih rashoda i mere na strani javnih prihoda, inače su se oslanjale uglavnom na javne rashode (ovo važi i za razvijene tržišne ekonomije)... Promene u*

⁷⁸ Klasifikacija zemalja po monetarnim režimima može se naći na internet strani Međunarodnog monetarnog fonda <http://www.imf.org/external/np/mfd/er/2008/eng/0408.htm>

ukupnom cikličnom bilansu su obično prociklične, uprkos kontracikličnim efektima automatskih stabilizatora...“ (IMF, 2009b: 171)

Ono što je ipak imalo stabilizujući karakter u zemljama u razvoju i ekonomijama sa nastajućim tržištima bile su strukturne reforme. Ove reforme su u nekim slučajevima išle kroz procese međunarodnih integracija (kao što je to bio slučaj sa zemljama Istočne i Centralne Evrope), dok su određene reforme izvršene pod uticajem međunarodnih finansijskih institucija kao što je Međunarodni monetarni fond. Reforme su obuhvatile jačanje tržišta i konkurentnosti nacionalnih ekonomija, rast međunarodne trgovine i finansijskih tokova, izgradnju institucija i jačanje zakonskog okvira za delovanje tržišta s jedne i države sa druge strane. Napredak u sprovođenju ovih reformi i efekti na stabilnost i ekonomske fluktuacije nisu do sada u potpunosti ispitani, delimično zbog nedostatka odgovarajućih pokazatelja ili pak velikog broja heterogenih i nedovoljno uporedivih indikatora, a delimično jer ovi procesi nisu još uvek završeni. Nešto je ipak do sada urađeno: savremene tendencije u primeni strukturnih reformi su institucionalne inovacije u sferi monetarne i fiskalne politike. Targetiranje inflacije već je doprinelo je snižavanju inflacije a u sličnom duhu predlaže se vođenje fiskalne politike po sličnom principu, uz orijentaciju na srednjoročne ciljeve i osnivanje fiskalnog saveta koji bi brinuo o kontinuitetu fiskalne politike i poštovanju fiskalnih pravila.⁷⁹ „Svakako, ove institucionalne inovacije u sferi makroekonomske politike mogle bi da obezbede osnovu za težak proces implementacije dugoročnih strukturnih reformi koje su neophodne za pun razvoj ekonomskih i društvenih potencijala ovih zemalja” (Lane, 2003a: str.12)

⁷⁹ Ova je preporuka već primenjena u Srbiji. Srbija je prešla na režim inflacionog targetiranja od 2009. godine a početkom 2011. godine konstituisan je Fiskalni savet kao nezavisan državni organ odgovoran Narodnoj skupštini Republike Srbije.

IV. Empirijsko istraživanje: Poslovni ciklusi i ekonomska politika u Srbiji

1. Analiza poslovnih ciklusa u Srbiji – istorijat i novija istraživanja

Privredni ciklusi u Socijalističkoj Federativnoj Republici Jugoslaviji (SFRJ) nisu analizirani pojedinačno za republike članice, već samo za jugoslovensku privredu u celini. Ciklusi su prvi put analizirani u delu Branka Horvata "Privredni ciklusi u Jugoslaviji" iz 1969. godine. Tokom 1970-tih i 1980-tih pojavilo se još nekoliko studija jugoslovenskih ciklusa: „Osnovne karakteristike jugoslovenskih mesečnih serija 1971-1982“ Nebojše Marića (Marić, 1984), "Obrtne tačke jugoslovenskih vremenskih serija 1974 – 1985" Srđana Bogosavljevića i Borke Vujnović (Bogosavljević, Vujnović, 1986), "Kratkoročne prognoze metodama ciklične analize" Srđana Bogosavljevića (Bogosavljević, 1985) i „Fluktuacije jugoslovenskih vremenskih serija“ Nebojše Marića i Dragog Stojiljkovića (Marić, Stojiljković, 1988). Ciklusi u ovim studijama analizirani su prevashodno sa statističke tačke gledišta, kao rezultat primene statističkih metoda dekompozicije vremenskih serija i bez teorijske interpretacije rezultata. Metodologija koja je primenjivana u ovim studijama u mnogim elementima preuzeta je iz u to vreme aktuelne i u literaturi dostupne metodologije američkog Nacionalnog biroa za ekonomska istraživanja (National Bureau of Economic Research – NBER).

Tokom 1990-tih, teorijski koncepti ciklične analize studirani su u akademskoj literaturi u Srbiji u okviru savremenih makroekonomskih teorija (Pejić, Jakšić, 1989; Jakšić, 1999). Ekonometrijske metode i metode analize vremenskih serija takođe su proučavane i predavane (Kovačić, 1998; Jovičić, 2000, Mladenović, Petrović, 2003). Praktične primene teorija i metoda na ekonomiju Srbije, međutim, još uvek nije bilo. U to vreme, Srbija je bila delimično planski, delimično tržišno orjentisana ekonomija sa dominantnim državnim sektorom, potresana ratovima i međunarodnim sankcijama. Proces tranzicije prema tržišnoj privredi, prvi put proklamovan krajem 1980 – tih dok je Srbija još uvek bila u sastavu Socijalističke Federativne Republike Jugoslavije, započeo

je sredinom 1990 – tih, u okvirima Savezne Republike Jugoslavije (SRJ), nakon hiperinflacije (1993.) i Monetarne rekostrukcije (1994.). Do 2001. godine u Srbiji su već postojale mnoge institucije tržišne ekonomije (osim tržišta rada i deviznog tržišta), ali se prvi efekti tranzicije nisu mogli u potpunosti manifestovati zbog ratova i međunarodnih sankcija. Ovi događaji u više mahova su prekidali i usporavali privredni rast. U tim uslovima bilo je teško posmatrati i analizirati ciklične fluktuacije ekonomske aktivnosti. U analizama ekonomista dominantne teme bile su izgradnja tržišne privrede, održanje makroekonomske stabilnosti i funkcionisanje privrede u uslovima ratne ekonomije i međunarodne izolacije.

Sa promenom ekonomskog i društvenog sistema krajem 2000. godine, Srbija je ušla u period višegodišnjeg mirnog prosperiteta, kada je posle dužeg vremena zabeležen stabilan privredni rast i jednocifrena stopa inflacije. Ispitivanje ciklusa za Srbiju ponovo je dobilo svoj smisao. Statistički zahtevi koji se tiču dužine i karakteristika vremenskih serija vremenom su bili ispunjeni a metodologija i teorijska literatura na temu poslovnih ciklusa postale su dostupne širem krugu istraživača. Republički zavod za statistiku je 2005. godine otpočeo sa kvartalnim obračunom bruto domaćeg proizvoda, čime je prvi put u statističkom sistemu Srbije ekonomska aktivnost bila obuhvaćena u periodima kraćim od godinu dana. Na taj način usvojeni su međunarodni standardi u pogledu kvaliteta Sistema nacionalnih računa i omogućena empirijska istraživanja ciklusa na kvartalnim podacima. Pažnja ekonomista i analitičara, koja je u prvom periodu nakon 2000. godine bila usmerena tekuće ekonomske probleme i proces tranzicije, postepeno se usmerila na šire teorijske i analitičke koncepte. Izvršeno je makroekonometrijsko modeliranje privrede Srbije (Arsić, Mladenović, Nojković, Petrović, 2005), analizirane vremenske serije srpske privrede (Mladenović, Nojković, 2008) i izvršena prva empirijska istraživanja u kojima su korišćeni koncepti i metode koji se koriste u cikličnoj analizi, kao što su identifikacija trenda, ocena proizvodnog jaza, analiza cikličnog kretanja serija (Petrović, Mladenović, 2005). Došlo je do oživljavanja teorijskog interesovanja za poslovne cikluse (Praščević, 2008a, 2008b) i prvih empirijskih istraživanja mogućnosti primene konceptata ciklične analize na uzorku koji počinje od 2001. godine (Radovic – Stojanovic, 2011). Od strane renomiranih naučnih institucija analizirana su tekuća privredna kretanja, problemi održanja makroekonomske

stabilnosti i ekonomska politika u Srbiji (Naučno društvo ekonomista Srbije 2007, 2009), ukazivano na značaj spoljnih (Svetska ekonomska kriza) i unutrašnjih faktora (institucije, političko okruženje) u generisanju makroekonomske nestabilnosti (Jakšić, 2011) i zabeležena prva primena neke od teorija poslovnih ciklusa u objašnjenju uzroka makroekonomske nestabilnosti u privredi Srbije (u pitanju je teorija političkih ciklusa, Praščević, 2008c).

Na međunarodnom planu, zahvaljujući napretku ekonomske teorije i velikom broju empirijskih istraživanja o cikličnim fluktuacijama u ekonomijama u razvoju i ekonomijama sa nastajućim tržištima koja su izvršena tokom 1990-tih i nakon 2000. godine, teorijska i metodološka osnova ciklične analize je obogaćena u odnosu na onu iz 1970-tih i 1980-tih. Tako je u cikličnu analizu ekonomske aktivnosti Srbije danas moguće uključiti rezultate empirijskih istraživanja za ekonomije u razvoju i ekonomije sa nastajućim tržištima, kao i makroekonomsku teorijsku osnovu koja se odnosi na ove ekonomije.

1.1. Tačke prekretnice i ciklusi rasta u ekonomskoj aktivnosti Srbije 2001-2011. godine

U nastavku rada biće izloženi rezultati empirijskog istraživanja čiji je cilj bio da se ispita ciklično kretanje ekonomske aktivnosti u Srbiji u periodu 2001-2011. godine. Ovaj period je označen u dokumentima o ekonomskoj politici Vlade Republike Srbije kao prva faza tranzicije koja se sastojala iz intenzivnih ekonomskih i strukturnih reformi (Memorandum o budžetu i ekonomskoj i fiskalnoj politici za 2011. godinu sa projekcijama za 2012. i 2013. godinu). U cikličnom pogledu, ovaj period obuhvata dve poslednje recesije u razvijenim tržišnim ekonomijama koje su imale globalni značaj, od kojih je naročito druga imala veliki uticaj na kretanje ekonomske aktivnosti u Srbiji.

Empirijsko istraživanje sastojalo se iz dva dela: u prvom delu istraživanja konstruisan je agregatni ciklus za Srbiju i analizirano ciklično kretanje ekonomske aktivnosti Srbije. Datirane su tačke prekretnice ciklusa i analizirane statističke karakteristike ciklusa. U

drugom delu istraživanja izvršeno je poređenje sa ciklusima zemalja Zone evra kao najvećeg spoljnotrgovinskog partnera Srbije sa kojim Srbija ostvaruje više od polovine spoljnotrgovinske razmene, kako bi se uporedilo ciklično kretanje i ispitao uticaj koji ciklične fluktuacije u zemljama Evropske unije imaju na ciklično kretanje ekonomske aktivnosti u Srbiji.

Na početku istraživanja razmotrena su najvažnija teorijska i metodološka pitanja od značaja za empirijsko istraživanje. Ova pitanja bila su: određivanje odgovarajućeg opšteg pristupa cikličnoj analizi odnosno načina na koji će se definisati i posmatrati poslovni ciklusi, kao prvo pitanje, i kao drugo, izbor referentne serije na kojoj će biti datirane tačke prekretnice ciklusa i u odnosu na koju će biti analizirano ciklično kretanje i drugih ekonomskih vremenskih serija. Određene su statističke metode koje će biti primenjene u identifikaciji ciklusa i cikličnoj analizi. Takođe, razmotrene su performanse srpske privrede i karakteristike ekonomskog sistema Srbije koje bi mogle biti relevantne za cikličnu analizu i interpretaciju rezultata empirijskog istraživanja.

1.1.1. Karakteristike i performanse privrede Srbije

Prema stručnoj klasifikaciji Međunarodnog monetarnog fonda, Srbija se svrstava u „Zemlje Centralne i Istočne Evrope“, u okviru grupe zemalja „Ekonomije sa nastajućim tržištima i ekonomije u razvoju” (Emerging and Developing Economies). U analizama i tabelama Međunarodnog monetarnog fonda sreće se i u okviru grupe „Emerging Europe“. Kao u svim ekonomijama sa nastajućim tržištima, u Srbiji je u toku ubrzan proces izgradnje tržišnih institucija i strukturnih reformi u cilju stvaranja uslova za efikasno funkcionisanje tržišnog mehanizma. I kao u drugim ekonomijama u kojima je ovaj proces intenzivno u toku, u Srbiji postoje određene specifičnosti i problemi u funkcionisanju ekonomije koji su karakteristični za ekonomije sa nastajućim tržištima, kao što su visok spoljnotrgovinski deficit, veliki budžetski deficit i javni dug, specifičnosti politike deviznog kursa, problemi sa održanjem makroekonomske stabilnosti i niske i stabilne stope inflacije. U teorijskom pogledu, Srbija pokazuje karakteristike male otvorene ekonomije koje po definiciji obuhvataju nemogućnost

uticaja na svetsku kamatnu stopu i cene na svetskom tržištu, otvorenost ekonomije prema inostranstvu, učestvovanje u međunarodnoj razmeni i podložnost ekonomije uticajima, odnosno šokovima iz međunarodnog okruženja.

Performanse srpske privrede su sve do izbijanja svetske ekonomske krize 2008. i njenog prenošenja na Srbiju krajem 2008. i početkom 2009. godine za jednu zemlju u tranziciji bile na relativno visokom nivou, naročito u prvim godinama reformi. Za razliku od nekih zemalja jugoistočne Evrope, Srbija nije prošla kroz takozvanu „tranzicionu recesiju“, već je proces tranzicije i reformi startovao uspešno. Visoka inflacija obuzdana je i do 2003. svedena u jednocifrene okvire. Devizni kurs je stabilizovan, budžetski deficit i javni dug smanjeni. Empirijska istraživanja su pokazala da je vrlo brzo, već u prvim godinama tranzicije, u periodu 2001-2004. godine, došlo do rasta produktivnosti i konkurentnosti srpskih preduzeća, kako novoosnovanih, tako i privatizovanih, da je uspešno ostvarena liberalizacija tržišta i da je došlo do rasta spoljnotrgovinske razmene i razvoja ekonomskih odnosa sa inostranstvom (Cerović, 2012: 579-599).

Stope rasta bruto domaćeg proizvoda od samog početka tranzicije i reformi bile su relativno visoke. Stopa rasta bruto domaćeg proizvoda je u jednom momentu, 2004. godine, dostigla čak 9,3% (mada se tako visok rast više nije ponovio). Najveći doprinos rasta bruto domaćeg proizvoda u prvim godinama tranzicije dale su poljoprivreda, trgovina, saobraćaj, skladištenje i veze, a posle 2002., nakon izvršene reforme bankarskog sektora, sve značajniji doprinos rastu daje delatnost finansijskog posredovanja (Republički zavod za statistiku, 2007: 52-54). Visoke stope rasta bruto domaćeg proizvoda nisu, međutim, bile praćene padom nezaposlenosti, koja sve vreme ostaje na visokom nivou.

Proces privatizacije u Srbiji je započeo uspešno. Tokom prve dve godine privatizacije (2002/03) u Srbiji je privatizovano ili je privatizaciju započelo oko 1300 preduzeća. Tokom 2004. godine došlo je do usporavanja ovog procesa da bi u 2005. godini bilo privatizovano još oko 400 preduzeća. Od ukupnog broja privatizovanih preduzeća sa 346 ugovor je raskinut, tako da je u periodu 2001-2005. ukupan broj uspešno

privatizovanih preduzeća iznosio 1400.⁸⁰ Pored pozitivnih efekata na poboljšanje performansi i konkurentnost preduzeća, razvoj tržišta kapitala i privlačenje stranih investicija, privatizacija je imala i drugu stranu medalje u vidu rasta nezaposlenosti. U 2005. i 2006. stopa nezaposlenosti dostiže 20% (videti ispod Tabelu IV-1), kada se beleži i usporavanje rasta bruto domaćeg proizvoda nakon rekordnih 9,3% iz 2004. godine. Smatra se da je ovo usporavanje rasta posledica velikog broja neuspelih privatizacija (skoro jedna četvrtina!), i da privatizovana preduzeća nisu značajno poboljšala svoje rezultate (Uvalić, 2010: 179-216). Takođe, smatra se da je usporavanje rasta posledica usporavanja reformi u oblasti infrastrukture, liberalizacije tržišta i reforme finansijskog sektora kao i usporavanja privatizacije i restrukturiranja preduzeća (Cerović, 2012: 599-621). Usporavanje se može kvantitativno izraziti kroz indikatore tranzicionog napretka i makroekonomske indikatore koji od 2004. do 2006. godine opadaju (Cerović, Nojković, 2008: 23-42), da bi se u 2007. godini rast ponovo ubrzao. U političkom pogledu, period od 2003-2008. obuhvata tri parlamentarna izborna ciklusa i dva ciklusa predsedničkih izbora (Praščević, 2008c: 7) tako da u političkoj nestabilnosti takođe treba tražiti uzroke nedostatka kontinuiteta u reformama.

Novi zamah privredi Srbije nakon 2006. dale su strane investicije, fiskalna ekspanzija i nastavak reformi. U toku 2006. i 2007. u privredu Srbije investirano je preko devet milijardi dolara a startovao je i Nacionalni investicioni plan (NIP). Privatizacija je nastavljena, tako da je od 2006-2009. privatizovano 852 preduzeća.⁸¹ Privredni rast se ponovo ubrzao a najveći doprinos rastu bruto domaćeg proizvoda u ovom periodu dao je sektor usluga, pre svega trgovina, saobraćaj i telekomunikacije i finansijske usluge.

Međutim, u toku 2008. i 2009. godine došlo je do prenošenja efekata svetske ekonomske krize na Srbiju. Prvi put od početka tranzicije i reformi u 2009. godini zabeležena je negativna stopa rasta bruto domaćeg proizvoda od -3,5%. U 2010. i 2011. godini stope rasta ekonomske aktivnosti bile su pozitivne ali niske a ekonomske performanse Srbije su se pogoršale. „Srbija se još uoči svetske ekonomske krize, koja je

⁸⁰ Izvori: (Cerović, 2012: 562) i Agencija za privatizaciju <http://www.priv.rs/upload/analiza/full/AnalizaPrivatizacijeFull.swf> .

⁸¹ I pored tako velikog broja privatizovanih preduzeća javni sektor je 2009. godine učestvovao sa 40% u bruto domaćem proizvodu. Videti (Uvalić, 2010) za detaljniju analizu performansi Srbije tokom procesa tranzicije.

samo pogoršala situaciju, naročito u realnom sektoru i na području zaposlenosti, suočila sa dve fundamentalne makroekonomske neravnoteže. S jedne strane, suviše brz porast lične i javne potrošnje u odnosu na ostvareni bruto domaci proizvod (BDP) i, s druge strane, prevelik oslonac na rast nerazmenljivih dobara u stvaranju bruto dodate vrednosti (BDV) - što je povećavalo spoljnotrgovinski i tekući platni defcicit zemlje.” (Ekonomski fakultet – Fren, Ekonomski institut – MAT, 2010: 3) Stopa nezaposlenosti je porasla, inflacija se ubrzala, spoljnotrgovinski deficit se povećao, zaduženost je porasla. Budžetski deficit i javni dug u izraženo procentima od bruto domaćeg proizvoda premašili su planirani budžetski deficit i zakonski predviđen nivo javnog duga od 45% od bruto domaćeg proizvoda, što zbog povećane javne potrošnje, što zbog podbacivanja prognoziranog rasta u odnosu na koji je planirano zaduživanje. Stopa nezaposlenosti krajem 2011. godine dostigla je čak 23% što je najveća stopa nezaposlenosti od početka tranzicije i reformi.

U Tabeli IV-1 prikazani su osnovni makroekonomski indikatori za Srbiju u periodu od 2002. do početka 2012. godine:

Tabela IV-1 Osnovni makroekonomski indikatori za Srbiju 2002-2012.

Основни макроекономски индикатори											
	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	I 2012.
Реални раст БДП-а (у %) ¹⁾	4,3	2,5	9,3	5,4	3,6	5,4	3,8	-3,5	1,0	1,6	-1,3 ⁹⁾
Потрошачке цене (у % у односу на исти месец претходне године) ²⁾	14,8	7,8	13,7	17,7	6,6	11,0	8,6	6,6	10,3	7,0	3,2
Девизне резерве НБС (у млн евра)	2.186	2.836	3.104	4.921	9.020	9.634	8.162	10.602	10.002	12.058	11.073
Извоз робе и услуга (у млн евра) ³⁾⁶⁾	3.125	3.847	4.475	5.330	6.949	8.686	10.157	8.478	10.070	11.470	2.528
- стопа раста у % у односу на претходну годину	16,0	23,1	16,3	19,1	30,4	25,0	16,9	-16,5	18,8	13,9	-2,2
Увоз робе и услуга (у млн евра) ³⁾⁸⁾	-6.387	-7.206	-9.543	-9.613	-11.971	-16.016	-18.843	-13.577	-14.838	-16.823	-4.033
- стопа раста у % у односу на претходну годину	27,2	12,8	32,4	0,7	24,5	33,8	17,7	-28,0	9,3	13,4	4,1
Текући рачун платног биланса ⁴⁾⁶⁾ (у млн евра)	-671	-1.347	-2.620	-1.778	-2.356	-5.053	-7.054	-2.084	-2.082	-2.968	-1.159
у % БДП-а	-4,2	-7,8	-13,8	-8,8	-10,1	-17,7	-21,6	-7,2	-7,4	-9,5	-16,9
Незапосленост по Анкети (у %) ⁵⁾	13,3	14,6	18,5	20,8	20,9	18,1	13,6	16,1	19,2	23,0	/
Зараде (просечне за период, у еврима)	152,1	176,9	194,6	210,4	259,5	347,6	358,4	337,9	330,1	372,5	357,6
Републички буџетски дефицит/суфицит (у % БДП-а) ⁶⁾	-4,3	-2,6	-0,3	0,3	-1,9	-1,7	-2,1	-3,7	-3,7	-4,2	/
Консолидовани фискални резултат (у % БДП-а)	-1,8	-2,4	0,8	1,0	-1,6	-2,0	-2,6	-4,5	-4,7	-5,0	/
Јавни дуг Републике Србије (спољни + унутрашњи, у % БДП-а) ⁶⁾⁷⁾	72,9	66,9	55,3	52,2	37,6	30,9	29,2	34,5	44,0	47,7	/
Курс динара према долару (просек у периоду)	64,70	57,56	58,44	66,90	67,01	58,39	55,76	67,47	77,91	73,34	82,38
Курс динара према долару (крај периода)	58,98	54,64	57,94	72,22	59,98	53,73	62,90	66,73	79,28	80,87	83,31
Курс динара према еврџ (просек у периоду)	60,66	65,13	72,70	83,00	84,10	79,96	81,44	93,95	103,04	101,95	108,11
Курс динара према еврџ (крај периода)	61,52	68,31	78,89	85,50	79,00	79,24	88,60	95,89	105,50	104,64	111,36
Меморандум											
БДП (у млн евра)	16.028	17.306	19.026	20.306	23.305	28.468	32.668	28.957	28.006	31.140	6.860 ⁸⁾

¹⁾ У сталним ценама претходне године.

²⁾ Цене на мало до 2006. године.

³⁾ Размена с Црном Гором регистрована је према припадajuћим трансакцијама од 2003. године.

⁴⁾ У складу с ВРМ5, део процењених дознака пребањен је из финансијског у текући биланс.

⁵⁾ Извор: Анкета о радној снази, Републички завод за статистику.

⁶⁾ Извор: Министарства финансија РС за јавни дуг и НБС за процењени БДП.

⁷⁾ Статистика јавног дуга евидентира државне ХоВ по тримешној вредности од новембра 2011. У складу с таквом изменом методологије, Народна банка Србије је оценила стање јавног дуга за период уназад.

⁸⁾ Од 1. јануара 2010. РСЗ, према препорукама Канцеларије УН, увео је општи систем трговине, који представља шири концепт и код извоза и увоза. Обухвата сву робу која улази на економску територију земље или је напушта, са изузетком робе која је у транзиту. Упоредиве податке РСЗ је објавио за 2007, 2008. и 2009. годину. Претходне

⁹⁾ Процена НБС.

Напомене:

1. Подаци су подложни кориговању према званичним изворима.

Извор: Народна банка Србије, Извештај о инфлацији за мај 2011. године, http://www.nbs.rs/export/sites/default/internet/latinica/90/90_5/inflation_maj_2012.pdf

1.1.2. Opšti pristup poslovnim ciklusima.

U analizi cikličnog kretanja ekonomske aktivnosti Srbije od 2001-2011. godine poslovni ciklusi posmatrani su kao fluktuacije u serijama odstupanja od trenda. Fluktuacije u serijama odstupanja od trenda dobijaju se deljenjem (desezoniranih) vrednosti serije trendom i nazivaju se „ciklusi rasta“ („growth cycles“). Ciklusi rasta predstavljaju periode ubrzavanja i usporavanja ekonomske aktivnosti, u kojima ekonomska aktivnost naizmenično raste i opada u odnosu na dugoročni trend. Pristup zahteva identifikaciju trenda nekom od statističkih metoda za ocenu trenda i izdvajanje ciklične komponente. Tačke prekretnice ciklusa određuju se zatim na izdvojenoj cikličnoj komponenti, na osnovu određenih pravila i standardizovane statističke procedure.

Osim pristupa „ciklusa rasta“, postoje još dva pristupa poslovnim ciklusima: poslovni ciklusi kao *klasični ciklusi* („classical“ ili samo „business cycles“), koji predstavljaju fluktuacije u nivou ekonomskih varijabli i poslovni ciklusi kao *ciklusi stopa rasta* („growth rate cycles“), koji predstavljaju fluktuacije u serijama stopa rasta varijabli (prema: OECD, 2010: 10).⁸² Pristup „ciklusa rasta“ koji je ovde u istraživanju korišćen naročito je pogodan za identifikaciju i analizu ciklusa u ekonomijama u razvoju i ekonomijama sa nastajućim tržištima jer omogućava analizu cikličnog kretanja ekonomije u kraćem vremenskom periodu, što je od velikog praktičnog značaja s obzirom na dužinu ekonomskih vremenskih serija u ovim ekonomijama. Pristup je korišćen u empirijskim istraživanjima ciklusa za ekonomije u razvoju i ekonomije sa nastajućim tržištima (u: Agénor, McDermott, Prasad, 2000; Rand, Tarp 2001; Lane, 2003a).

Pristup „ciklusa rasta“ danas se često koristi u empirijskim istraživanjima poslovnih ciklusa i u razvijenim tržišnim ekonomijama. Njegove prednosti u odnosu na druge pristupe poslovnim ciklusima su odavno poznate, zbog čega pristup „ciklusa rasta“ koriste mnoge međunarodne organizacije i institucije koje se bave cikličnom analizom. Tako na primer, Organizacija za ekonomsku kooperaciju i razvoj – OECD, koja datira

⁸² O različitim pristupima poslovnim ciklusima je već bilo reči u na početku drugog dela disertacije.

poslovne cikluse za razvijene tržišne ekonomije od početka 1970 – tih, zvanično zastupa koncept „ciklusa rasta“. Američki NBER zastupa klasičan pristup poslovnim ciklusima ali koristi i pristup „ciklusa rasta“ u analitičke svrhe uporedo sa drugim pristupima. Eurostat pak ima statistički pristup: analizira proizvodni jaz kao razliku između nivoa serije i ocenjene komponente dugoročnog rasta, odnosno trenda ali takođe koristi i pristup „ciklusa rasta“ u svojim analizama.

U postupku identifikacije ciklusa rasta i određivanju vrhova i dna ciklusa primenjena je metodologija OECD – a koja se odnosi na identifikaciju i analizu ciklusa u okviru OECD – ovog Sistema vodećih indikatora (OECD, 2012). Metodologija OECD – a sastoji se iz ocene trenda primenom Hodrick – Prescott – ovog (HP) filtera, izdvajanja ciklične komponente deljenjem vrednosti serije trendom i množenjem sa 100 i identifikacije tačaka prekretnica ciklusa na izdvojenoj cikličnoj komponenti primenom određenih pravila. U empirijskim istraživanjima ciklusa za ekonomije u razvoju i ekonomije sa nastajućim tržištima (Agénor, McDermott, Prasad, 2000; Rand, Tarp 2001; Lane, 2003a) primenjen je isti postupak, s tim što su rezultati testirani primenom različitih metoda za ocenu trenda.

Ciklična analiza u metodologiji OECD – a zasnovana je na deskriptivnoj statistici ciklusa rasta, koja obuhvata utvrđivanje tačaka prekretnica – vrhova i dna ciklusa (takozvane „referentne hronologije“), utvrđivanje dužine trajanja ciklusa i pojedinih faza ciklusa u mesecima i izračunavanje amplitude ciklusa (date kao procentualno odstupanje od trenda), tako da su ovi pokazatelji korišćeni i u analizi ciklusa rasta za Srbiju.

1.1.3. Statističke metode

U empirijskom istraživanju korišćene su sledeće statističke metode: sezonska komponenta iz serija eliminisana je primenom *X-11-ARIMA metoda*, dok je kao metod za identifikaciju trenda korišćen *Hodrick – Prescott – ov (HP) filter*. Kako Republički zavod za statistiku izračunava i publikuje jedino kvartalne podatke za bruto domaći proizvod, a za potrebe istraživanja bili su neophodni mesečni podaci, kvartalni podaci su dezagregirani na mesečne primenom *Boot, Feibes i Lisman – ovog (BFL) metoda*

vremenske dezagregacije vremenskih serija (Boot, Feibes, Lisman, 1967). U nastavku će svaki od ovih metoda biti predstavljen ukratko.⁸³

Metod X-11-ARIMA za desezoniranje vremenskih serija razvio je *Statistics Canada* (Dagum, 1983). Njime su otklonjeni nedostaci do tada široko korišćenog metoda X-11 koji je razvio *U.S. Bureau of the Census* (Shiskin, Young and Musgrave, 1967). Ovi nedostaci odnose se na nefleksibilnost samog metoda pokretnih proseka na kome se metod X-11 zasniva (uvek isti skup pondera za sve vremenske serije bez obzira na njihove individualne karakteristike) i na nemogućnost primene simetričnih pokretnih proseka na krajevima serije, zbog čega je na poslednje opservacije u seriji primenjivan asimetričan skup pondera. Posledica ovoga bila je da je nakon prispeća nove opservacije dolazilo do znatne revizije ocene trend-ciklus komponente i desezonirani serije.

Metod X-11-ARIMA se zasniva na izgradnji ARIMA modela vremenske serije, koji se koristi za prognoziranje vrednosti serije bar za jednu godinu unapred, čime se stiču uslovi za primenu simetričnih proseka na krajevima serije (Kovačić, 1988: 235-236). U međuvremenu je razvijen i X-12-ARIMA metod (od strane *U.S. Bureau of the Census*) koji predstavlja poboljšanu i unapređenu verziju X-11-ARIMA u smislu da je „...u odnosu na X-11-ARIMA smanjio osetljivost regARIMAdela i uopšte finalnih desezoniranih serija na iskoke u serijama, a i uveo je opciju definisanja regresora od strane korisnika.” (Đukić, 2013:1-2), ali je ovde u empirijskom istraživanju korišćen metod X-11 ARIMA, s obzirom na to da se ovaj metod koristi kao zvaničan metod za desezoniranje vremenskih serija u Bazi podataka Republičkog zavoda za statistiku Srbije.

Hodrick – Prescott – ov filter (Hodrick, Prescott, 1997) je jedan od najpoznatijih i najčešće korišćenih metoda za ocenu trenda. Hodrick – Prescott – ov filter u suštini predstavlja metod izravnjanja vremenskih serija čiji je cilj izdvajanje dugoročne komponente odnosno trenda iz vremenskih serija. Neka je dugoročna komponenta serije

⁸³ Detaljan prikaz korišćenih statističkih metoda može se naći u citiranoj literaturi.

X_t označena sa μ_t , $t=1, \dots, T$ (polazi se od desezoniranih podataka). Ocena te komponente dobija se iz uslova: ⁸⁴

$$\sum_{t=1}^T (X_t - \mu_t)^2 + \lambda \sum_{t=2}^{T-1} [(\mu_{t+1} - \mu_t) - (\mu_t - \mu_{t-1})]^2 = \min, \lambda > 0. \quad (\text{IV-1})$$

Cilj je da se minimizira razlika između dugoročne komponente – trenda i originalne serije i u isto vreme postigne zadovoljavajući stepen glatkoće dugoročne komponente. Trade – off između ova dva cilja postiže se pomoću parametra λ . Parametar λ kontroliše stepen glatkoće dugoročne komponente. Ukoliko je $\lambda = 0$, tada je $X_t = \mu_t$, za $t = 1, \dots, T$ i u seriji ne postoje slučajne varijacije. Ako $\lambda \rightarrow \infty$ tada se minimum funkcije postiže za $(\mu_{t+1} - \mu_t) = (\mu_t - \mu_{t-1})$ odnosno za $\Delta \mu_{t+1} = \Delta \mu_t$ – funkcija je linearna, za $t = 1, \dots, T$. Što je λ veće, to funkcija μ_t dobija veći stepen linearnosti. Uobičajeno je da se koristi $\lambda = 1600$ za kvartalne podatke odnosno $\lambda = 14400$ za mesečne podatke vremenskih serija.

Hodrick – Prescott – ov filter kao metod za identifikaciju trenda koristi OECD u postupku datiranja poslovnih ciklusa za zemlje članice, u okviru svog Sistema vodećih indikatora – „OECD System of Composite Leading Indicators” (Sistem vodećih indikatora i metodologija predstavljeni su u: OECD, 2012). Hodrick – Prescott – ov filter korišćen je i u empirijskim istraživanjima ciklusa za ekonomije u razvoju i ekonomije sa nastajućim tržištima (Agénor, McDermott, Prasad, 2000; Rand, Tarp 2001; Lane, 2003a), s tim što su rezultati testirani primenom alternativnih metoda za ocenu trenda i to: Bakster i King filtera (Baxter and King, 1999) u (Agénor, McDermott, Prasad, 2000; Rand, Tarp, 2001) i primenom prvih diferenci i paraboličnog trenda u (Benczúr, Rátfai, 2005). Ovde u radu pokušalo se sa regresionim pristupom u izdvajanju trenda. U ovom pristupu, ocenjeno kretanje vremenske serije

$$\hat{X}_t = \hat{a} + \hat{b}t \quad (\text{IV-2})$$

gde je t linearni trend ($t=1,2,3\dots$) predstavlja ocenu dugoročne razvojne tendencije vremenske serije, dok reziduali iz ocenjene jednačine

⁸⁴ Dato prema: Mladenović, Nojković (2008).

$$\hat{e}_t = X_t - \hat{X}_t \quad (\text{IV-3})$$

predstavljaju ocenu slučajne komponente (u slučaju bruto domaćeg proizvoda, predstavljaju aproksimaciju proizvodnog jaza). Nakon ocene trenda i izdvajanja serije reziduala, izvršeno je poređenje proizvodnog jaza sa proizvodnim jazom dobijenim na osnovu HP trenda i sa ciklusima rasta u bruto domaćem proizvodu dobijenim kao procentualno odstupanje od trenda.

Kao referentna serija u empirijskom istraživanju (serija na kojoj se datiraju poslovni ciklusi i u odnosu na koju se posmatra ciklično kretanje i drugih ekonomskih vremenskih serija) korišćen je bruto domaći proizvod. Bruto domaći proizvod kao referentna serija korišćen je u dosadašnjim empirijskim istraživanjima ciklusa za ekonomije u razvoju i ekonomije sa nastajućim tržištima (Agénor, McDermott, Prasad, 2000; Rand, Tarp 2001; Lane, 2003a), pri čemu su u ovim istraživanjima ciklusi datirani kvartalno. OECD takođe kao referentnu seriju koristi bruto domaći proizvod, ali se poslovni ciklusi datiraju mesečno. Kvartalni podaci o bruto domaćem proizvodu u metodologiji OECD – a dezagregiraju se na mesečne primenom metoda linearne interpolacije.⁸⁵ Po ugledu na metodologiju OECD – a, tačke prekretnice ciklusa za Srbiju u empirijskom istraživanju takođe su datirane po mesecima a mesečni podaci za bruto domaći proizvod dobijeni su vremenskom dezagregacijom kvartalnih podataka primenom Boot, Feibes i Lisman – ovog (BFL) metoda vremenske dezagregacije vremenskih serija.

Vremenskoj dezagregaciji vremenskih serija pristupa se kada je na osnovu podataka vremenskih serija raspoloživih na višem nivou agregiranosti potrebno rekonstruisati podatke na željenom nižem nivou agregiranosti. Postupkom vremenske dezagregacije kvartalni podaci dobijaju se iz godišnjih podataka, ili se mesečni podaci dobijaju iz kvartalnih ili godišnjih podataka.

⁸⁵ U istraživanjima poslovnih ciklusa i Sistemu vodećih indikatora OECD – a dugo je bila praksa da se poslovni ciklusi datiraju na seriji Indeks industrijske proizvodnje. Tek je u skorije vreme (od aprila 2012. godine) Indeks industrijske proizvodnje zamenjen bruto domaćim proizvodom kao referentnom serijom. S obzirom na to da se u zemljama članicama OECD – a izračunava isključivo kvartalni bruto domaći proizvod, u metodologiji OECD – a kvartalni podaci za bruto domaći proizvod dezagregiraju se na mesečne metodom linearne interpolacije. O tome videti u: OECD (2012).

Postupak vremenske dezagregacije može se ostvariti primenom različitih metoda koje se mogu svrstati u dve grupe:

- metode koje se zasnivaju na indikatorima (jednom ili više njih) – regresione metode;
- metode koje se ne zasnivaju na indikatorima – matematičke metode i metode analize vremenskih serija.

Prva grupa metoda se zasniva na korišćenju indikatora – serija koje su raspoložive kako na višem, tako i na nižem nivou agregiranosti i koje se u postupku dezagregacije koriste kao nezavisne promenljive u regresionim modelima. Polazi se od pretpostavke da će ocenjena zavisnost između serije koju je potrebno dezagregirati i serija indikatora na višem nivou agregiranosti (na primer, kvartalnom) važiti i na nižem nivou agregiranosti (na primer, mesečnom). Ideja koja leži u suštini ove grupe metoda je da se dinamika serije koju je potrebno dezagregirati aproksimira dinamikom serija indikatora.

Na korišćenju serija indikatora u postupku dezagregacije zasnivaju se: dvostepena procedura Dentona⁸⁶, Ginzburgov metod⁸⁷, Čao i Lin metod u kojima slučajna greška iz regresionog modela na nižem nivou agregiranosti sledi AR(1) model⁸⁸, slučajan hod⁸⁹ ili ARIMA(1,1,0) proces⁹⁰, kao i različita dinamička proširenja osnovnog regresionog modela i njegove kombinacije sa ARIMA modelima⁹¹.

U drugu grupu metoda spadaju matematičke metode: Boot, Feibes i Lisman – ov metod koji je korišćen ovde u empirijskom istraživanju, "deljenje sa četiri"⁹² i linearna interpolacija (koju koristi OECD), kao i složenije metode, zasnovane na modelima

⁸⁶ Denton F.T. (1971), "Adjustment of monthly or quarterly series to annual totals: An approach based on quadratic minimization", Journal of the American Statistical Association, 66: 99-102.

⁸⁷ Ginzburgh V.A. (1973), "A further note on the derivation of quarterly figures consistent with annual data", Applied Statistics, 22: 368-374.

⁸⁸ Bournay J., G. Laroque (1979), "Réflexions sur la méthode d'élaboration des comptes trimestriels", Annales de l'INSEE, 36: 3-30.

⁸⁹ Fernández R.B. (1981), "A methodological note on the estimation of time series", The Review of Economics and Statistics, 63: 471-478.

⁹⁰ Litterman R.B. (1983), "A random walk, Markov model for the distribution of time series", Journal of Business and Economic Statistics, 1: 169-173.

⁹¹ Pregled ove grupe modela i njihovih autora videti u Di Fonzo (2003).

⁹² Jacobs J. (1994), "Dividing by 4: a feasible quarterly forecasting method?", Department of Economics, University of Groningen (mimeo)

vremenskih serija⁹³, kod kojih se polazi od pretpostavke da serija na nižem nivou agregiranosti sledi ARIMA strukturu serije na višem nivou agregiranosti.

Boot, Feibes i Lisman – ov metod minimizira sumu kvadrata prvih diferenci između sukcesivnih dezagregiranih vrednosti (BFL metod prvih diferenci), ili sumu kvadrata drugih diferenci između sukcesivnih dezagregiranih vrednosti (BFL metod drugih diferenci), uz ograničenje da suma dezagregiranih vrednosti subperioda mora biti jednaka agregiranoj vrednosti odgovarajućih perioda. Ovaj metod je relativno jednostavan i do sada je više puta korišćen za dezagregaciju bruto domaćeg proizvoda Srbije, na primer prilikom makroekonometrijskog modeliranja privrede Srbije (Arsić, Mladenović, Nojković, Petrović, 2005) i prilikom ekonometrijskog modeliranja inflacije u Srbiji za period 2001 – 2005. godine (Petrović, Mladenović, 2005). OECD u svom Sistemu vodećih indikatora takođe koristi matematički metod, metod linearne interpolacije, koji primenjuje na sve kvartalne serije u Sistemu vodećih indikatora. Međutim, BFL metod vremenske dezagregacije više odgovara za potrebe dezagregacije bruto domaćeg proizvoda Srbije, s obzirom na to da je u pitanju varijabla toka. Razmotrena je i primena regresionih metoda dezagregacije, ali s obzirom na potencijalno prisutan problem indikatora u regresionim metodama, ovde u empirijskom istraživanju primenjen je matematički, Boot, Feibes i Lisman – ov metod vremenske dezagregacije. Zatim se pokušalo i sa primenom metoda linearne interpolacije na kvartalne podatke i nakon desezoniranja dobijenih dezagregiranih podataka i eliminisanja trenda, izvršeno je poređenje tačaka prekretnica ciklusa sa tačkama prekretnicama dobijenim iz bruto domaćeg proizvoda dobijenog primenom BFL metoda.

Boot, Feibes i Lisman – ov metod vremenske dezagregacije je originalno definisan u svrhe dobijanja kvartalnih podataka na osnovu godišnjih. U opštem slučaju, kada je agregirana vrednost linearna kombinacija m dezagregiranih vrednosti, BFL metod se može predstaviti na sledeći način.⁹⁴

⁹³ Wei W.W.S., D.O. Stram (1990), "Disaggregation of time series models", Journal of the Royal Statistical Society, 52:453-467.

⁹⁴ Dato prema: Barcellan (2003).

Označimo sa $y = [y_1, y_2, \dots, y_n]'$ ($n \times 1$) vektor dezagregiranih vrednosti, ($n = m \times N$, gde je m red agregacije, u slučaju dezagregacije kvartalnih podataka na mesečne $m=3$), označimo sa $y_0 = [y_{0,1}, y_{0,2}, \dots, y_{0,N}]'$ ($N \times 1$) vektor agregiranih vrednosti, gde je

$$y_{0,T} = \sum_{j=0}^{m-1} c_{m-j} y_{mT-j} = c' y_{mT}, \quad T=1, \dots, N, \quad \text{i} \quad y_{mT} = [y_{m(T-1)+1}, \dots, y_{mT}]' \quad (\text{ili} \quad y_{0T} = Dy, \text{ u}$$

matričnoj formi). Neka je $D = c' \otimes I_N$ matrica agregacije ($N \times mN = n$) gde je I_N jedinična matrica, binarna operacija \otimes označava Kronekerov proizvod, a $c = [c_1, c_2, \dots, c_m]'$ je ($m \times 1$) vektor koeficijenata agregacije koji uzima sledeći oblik:

$$c = (1 \ 1 \ \dots \ 1)' \quad \text{za varijable toka,}$$

$$c = 1/m (1 \ 1 \ \dots \ 1)' \quad \text{za indeksne varijable, i}$$

$$c = (1 \ 0 \ \dots \ 0)' \quad \text{ili}$$

$$c = (0 \ 0 \ \dots \ 1)' \quad \text{za stok varijable,}$$

tako da matrica agregacije D ima sledeću blok – dijagonalnu strukturu:

$$D = \begin{bmatrix} 1 & 1 & \dots & 1 & 0 & 0 & \dots & 0 & \dots & 0 & 0 & \dots & 0 \\ 0 & 0 & \dots & 0 & 1 & 1 & \dots & 1 & \dots & 0 & 0 & \dots & 0 \\ \vdots & \vdots & \ddots & \vdots & \vdots & \vdots & \ddots & \vdots & \ddots & \vdots & \vdots & \ddots & \vdots \\ 0 & 0 & \dots & 0 & 0 & 0 & \dots & 0 & \dots & 1 & 1 & \dots & 1 \end{bmatrix}.$$

BFL metod minimizira:

$$\min \sum_{j=d+1}^{n=mN} \left[(1-B)^d y_j \right]^2, \quad (\text{IV-4})$$

s obzirom na ograničenje

$$y_{0,T} = c' y_{mT} \quad (\text{IV-5})$$

ili, u matričnoj formi,

$$\min_y y' (\Delta_n^d)' \Delta_n^d y, \quad (\text{IV-6})$$

s obzirom na

$$y_{0T} = D'y, \quad (\text{IV-7})$$

gde je B operator docnje, $By_t = y_{t-1}$, i $(1 - B)^d y_j$ je polinom d – tog reda po operatoru docnje (u slučaju prvih i drugih diferenci, d uzima vrednosti 1 i 2 respektivno).

Matrica Δ_n^d je $[(n-d) \times n]$ matrica diferencijacije koja u opštem slučaju izgleda na sledeći način:

$$\Delta_n^d = \begin{bmatrix} \delta_1 & \delta_2 & \cdots & \delta_d & \cdots & \cdots & \cdots & \cdots & \cdots & \cdots & 0 \\ 0 & \delta_1 & \delta_2 & \cdots & \delta_d & \cdots & \cdots & \cdots & \cdots & \cdots & 0 \\ \vdots & \vdots & \vdots & \vdots & \vdots & \vdots & \vdots & \vdots & \vdots & \vdots & \vdots \\ 0 & \cdots & \cdots & \cdots & \cdots & \cdots & \cdots & \delta_1 & \delta_2 & \cdots & \delta_d \end{bmatrix},$$

gde su δ_i koeficijenti B polinoma $(B - 1)^d$.

Problem se rešava kao uslovni ekstrem funkcije sa dva argumenta. Formira se Lagranžova funkcija:

$$L^d(y, y_0, \lambda) = y'(\Delta_n^d)' \Delta_n^d y - \lambda(Dy - y_0). \quad (\text{IV-8})$$

Parcijalnim diferenciranjem po y , y_0 and λ i izjednačavanjem parcijalnih izvoda sa nulom, dobija se sistem od $n + N$ linearnih jednačina

$$\begin{bmatrix} 2(\Delta_n^d)' \Delta_n^d & -D \\ D & 0 \end{bmatrix} \begin{bmatrix} y \\ \lambda \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} 0 \\ y_0 \end{bmatrix}, \quad (\text{IV-9})$$

odakle se dolazi do rešenja za y .

1.1.4. Korišćeni podaci

Republički zavod za statistiku počeo je sa izračunavanjem kvartalnog bruto domaćeg proizvoda 2005. godine.⁹⁵ Te godine prvo je izveden godišnji obračun bruto domaćeg proizvoda (za period od 1997 – 2005. godine), a potom su prezentirani rezultati kvartalnog obračuna bruto domaćeg proizvoda. Obračun kvartalnog bruto domaćeg proizvoda izveden je najpre od prvog kvartala 1999. godine, a ubrzo potom i od 1997.

⁹⁵ Do 2005. godine, kao makroekonomski agregati u Sistemu nacionalnih računa Srbije figurisali su društveni bruto proizvod, društveni proizvod i nacionalni dohodak, koji su obračunavani godišnje.

godine. Obračun bruto domaćeg proizvoda zasnovan je na metodološkim osnovama Sistema nacionalnih računa (*System of National Accounts 1993 – SNA 93*) i Evropskog sistema računa (*European System of Accounts 1995 – ESA 1995*). Bruto domaći proizvod obračunavan je u stalnim cenama (u cenama iz 2002. godine), po proizvodnom pristupu. Bruto domaći proizvod, obračunat po proizvodnom pristupu, predstavlja sumu bruto dodatih vrednosti svih delatnosti (aktivnosti ekonomije), izraženih u stalnim cenama, uvećanu za iznos poreza na proizvode i umanjenu za iznos subvencija na proizvode u stalnim cenama. Obračun bruto domaćeg proizvod urađen je na osnovu Klasifikacije delatnosti iz 1996. godine, koja je u Statističkom sistemu Srbije počela da se primenjuje od 2001. godine i koja je usaglašena sa klasifikacijom delatnosti Evropske unije (*NACE, rev. 1*). Pre ove klasifikacije, u Statističkom sistemu Srbije primenjivana je Jedinствена klasifikacija delatnosti koja je doneta 1976. godine.

Do 2010. godine bruto domaći proizvod obračunavan je ***u stalnim cenama sa fiksnom baznom godinom*** (bazna godina bila je 2002.), tako da su u obračunu bruto domaćeg proizvoda do ove godine korišćeni ponderi iz bazne, 2002. godine.⁹⁶ Prema ovom metodu obračuna i Klasifikaciji delatnosti iz 1996. godine koja je u obračunu korišćena, ***do kraja 2009. godine kompletirana serija kvartalnih podataka za bruto domaći proizvod za period 1997-2009. godine, i ovo je bila najduža serija kvartalnih podataka za bruto domaći proizvod koja je u jednom momentu bila dostupna.***

U toku 2010. godine došlo je do promena u metodologiji obračuna bruto domaćeg proizvoda. Od 2010. godine prešlo se na obračun bruto domaćeg proizvoda ***u stalnim cenama prethodne godine***, što podrazumeva da se svaka prethodna godina tretira kao

⁹⁶ Prema tada važećoj metodologiji, bruto domaći proizvod se obračunava po proizvodnom pristupu (output approach), na indirektan način (uz upotrebu indikatora), metodom ekstrapolacije, uz upotrebu pojedinačnih indikatora (ili inputa ili outputa) za pojedine oblasti privrede. Obračun je izveden za nivo 16 sektora i 60 oblasti Klasifikacije delatnosti. Bruto dodata vrednost sektora dobija se agregiranjem bruto dodatih vrednosti nižih nivoa – oblasti, vrednovanih u stalnim cenama, a sumiranjem bruto dodatih vrednosti svih sektora dobija se ukupna bruto dodata vrednost u stalnim cenama. Za nivo oblasti, obračun je izveden množenjem indikatora svake pojedine oblasti, izraženog u formi baznog indeksa (referentna godina je 2002.) sa bruto dodatom vrednošću te oblasti bazne godine (2002). Ponderi u baznoj godini određeni su prema učešću bruto dodate vrednosti u baznim cenama svake oblasti klasifikacije delatnosti u ukupnoj bruto dodatoj vrednosti. Ponderi bazne godine omogućavaju da se dobije vrednosni (novčani) iznos u cenama bazne godine različitih indeksa obima (za različite periode) korišćenih u obračunu. To se jednostavno izvodi množenjem indeksa određenog perioda (sa referentnom godinom koja je jednaka baznoj) sa bruto dodatom vrednošću u tekućim cenama bazne godine (Republički zavod za statistiku, 2006: 27-28).

bazna, pa se ponderi koji se koriste u obračunu bruto domaćeg proizvoda menjaju svake godine.⁹⁷ Pored toga, od januara 2011. godine primenjuje se nova Klasifikacija delatnosti, koja je u potpunosti preuzeta standardna klasifikacija delatnosti Evropske unije – *NACE Rev.2*. Zbog ovih izmena u metodologiji, u statističkom sistemu Srbije izvršena je prvo revizija godišnjih nacionalnih računa u tekućim i u stalnim cenama, a zatim i revizija kvartalnih podataka za bruto domaći proizvod, tako da su ***trenutno raspoloživi podaci za kvartalni bruto domaći proizvod za period od prvog kvartala 2001. godine***. Pošto se od januara 2011. godine primenjuje nova Klasifikacija delatnosti, za potrebe obračuna Republički zavod za statistiku izvršio je ***prevođenje serija indikatora*** koji se koriste u obračunu bruto domaćeg proizvoda godine ***u serije prema novoj klasifikaciji*** samo od prvog kvartala 2001., tako da za godine pre 2001. ne postoje uporedive serije podataka koje bi mogle da budu korišćene kao indikatori u obračunu bruto domaćeg proizvoda. Tako je zbog ovih izmena broj kvartalnih podataka, odnosno broj raspoloživih opservacija za bruto domaći proizvod smanjen u odnosu na prethodno raspoloživi koji je obuhvatao kvartalne podatke od 1997-2009. godine, odnosno 52 opservacije.⁹⁸

Da bi se za potrebe empirijskog istraživanja iz kvartalnih podataka dobila serija mesečnih podataka o bruto domaćem proizvodu i na taj način omogućilo mesečno datiranje tačaka prekretnica ciklusa, raspoloživi kvartalni podaci ovde u dezagregirani na mesečne primenom Boot, Feibes i Lisman – ovog (BFL) metoda vremenske dezagregacije vremenskih serija (Boot, Feibes, Lisman, 1967). Postupak dezagregacije izvršen je primenom ECOTRIM 1.01 softvera. Statistička obrada vremenskih serija u empirijskom istraživanju izvršena je primenom EXEL – a i programskog paketa Eviews 5.0.

⁹⁷ Obračun bruto domaćeg proizvoda u stalnim cenama izveden je proizvodnim metodom, u cenama prethodne godine, na nivou oblasti i sektora nove Klasifikacije delatnosti iz 2010. godine. Korišćen je metod ekstrapolacije bruto dodate vrednosti uz upotrebu jednostrukih output ili input indikatora. Za nivo oblasti, ***obračun je izveden množenjem indikatora svake pojedine oblasti, izraženog u formi lančanog indeksa (referentna godina je 2005.), sa bruto dodatom vrednošću prethodne godine***. Bruto domaći proizvod predstavlja sumu bruto dodatih vrednosti svih aktivnosti ekonomije, izraženih u stalnim cenama, umanjenu za usluge finansijskog posredovanja indirektno merene (FISIM) i uvećanu za poreze minus subvencije na proizvode u stalnim cenama. (Republički zavod za statistiku: „Bruto domaći proizvod u stalnim cenama prethodne godine“, Metodološki materijali).

⁹⁸ Relevantna metodološka literatura koja prati sled ovih promena u Sistemu nacionalnih računa i metodologiji obračuna bruto domaćeg proizvoda može se naći na Internet stranici Republičkog zavoda za statistiku <http://webrzs.stat.gov.rs/WebSite/Public/PageView.aspx?pKey=63> .

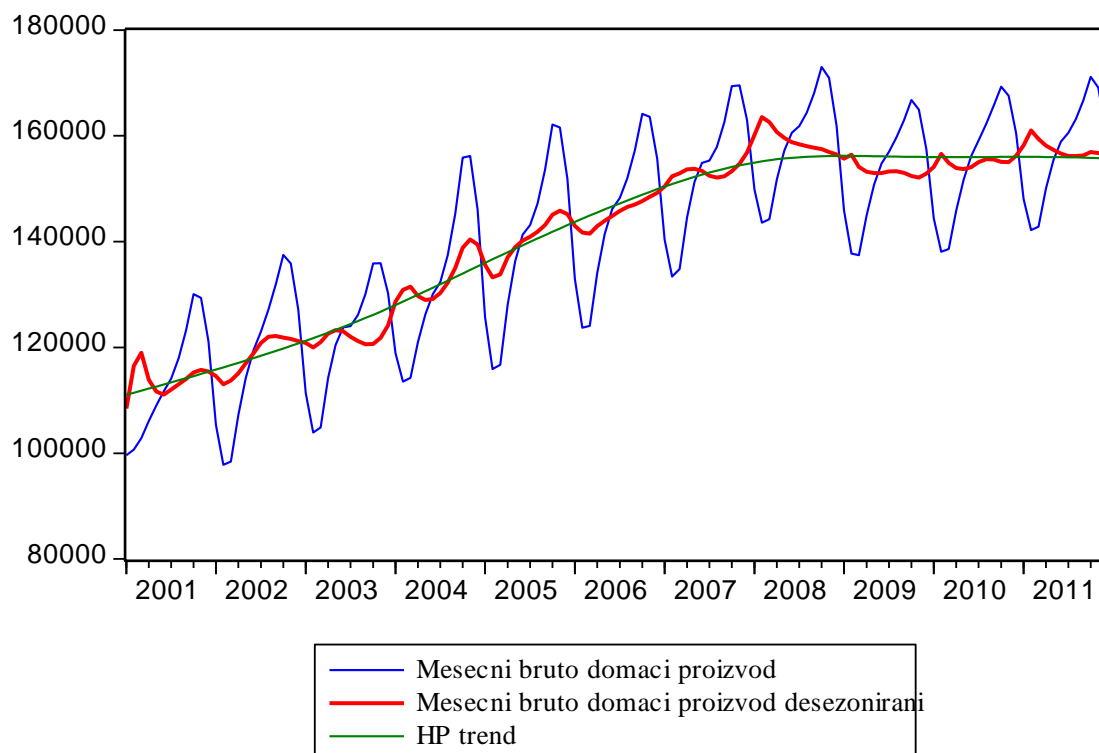
1.1.5. Ciklično kretanje srpske privrede

U postupku utvrđivanja tačaka prekretnica i ciklusa rasta u srpskoj privredi u periodu 2001-2011. godine, radni uzorak obuhvatio je kvartalne podatke o bruto domaćem proizvodu Srbije od prvog kvartala 2001. godine zaključno sa trećim kvartalom 2012. godine, što čini ukupno 47 kvartalnih opservacija. U pitanju su originalni podaci o bruto domaćem proizvodu, u milionima dinara, u stalnim cenama prethodne godine. Kvartalni podaci dezagregirani su na mesečne primenom Boot, Feibes i Lisman – ovog (BFL) metoda prvih diferenci, čime je dobijena 141 mesečna opservacija (od prvog meseca 2001. do devetog meseca 2012. godine). Serija mesečnih podataka je desezonirana primenom X11 ARIMA metoda. Potom je na desezoniranu seriju primenjen HP filter. Iz radnog fajla izdvojen je zatim uzorak željene dužine za desezonirane mesečne podatke i vrednost HP trenda od prvog meseca 2001. do 12. meseca 2011. godine koji je obuhvatio ukupno 132 mesečne opservacije.⁹⁹ Ciklična komponenta serije bruto domaćeg proizvoda dobijena je deljenjem serije desezoniranih mesečnih podataka vrednostima trenda i množenjem sa 100. Ovako dobijena serija odstupanja od trenda oscilira oko vrednosti 100 na više i na niže. Na izdvojenoj cikličnoj komponenti identifikovane su zatim tačke prekretnice ciklusa i ciklusi rasta i izvršena je ciklična analiza.

Na Grafiku IV-1 prikazana je serija mesečnih podataka o bruto domaćem proizvodu Srbije za period 2001-2011. godine nakon dezagregiranja, zajedno sa desezoniranim dezagregiranim podacima i ocenjenim dugoročnim trendom dobijenim primenom HP filtera.

⁹⁹ Eliminisanje opservacija na kraju radnog uzorka izvršeno je zbog metoda vremenske dezagregacije koji „iskrivljuje“ podatke pri kraju serije i zbog poznate činjenice da se primenom HP filtera dobijaju nepouzdanе ocene dugoročne komponente pri kraju uzorka.

Grafik IV-1 Mesečni i desezonirani mesečni bruto domaći proizvod Srbije 2001-2011. i HP trend



Nakon primene HP filtera na desezoniranu seriju i izdvajanja ciklične komponente serije deljenjem sa vrednostima trenda i množenjem sa 100, identifikovane su tačke prekretnice ciklusa. Tačke prekretnice ciklusa i ciklusi rasta identifikovane su u skladu sa sledećim kriterijumima za identifikaciju tačaka:

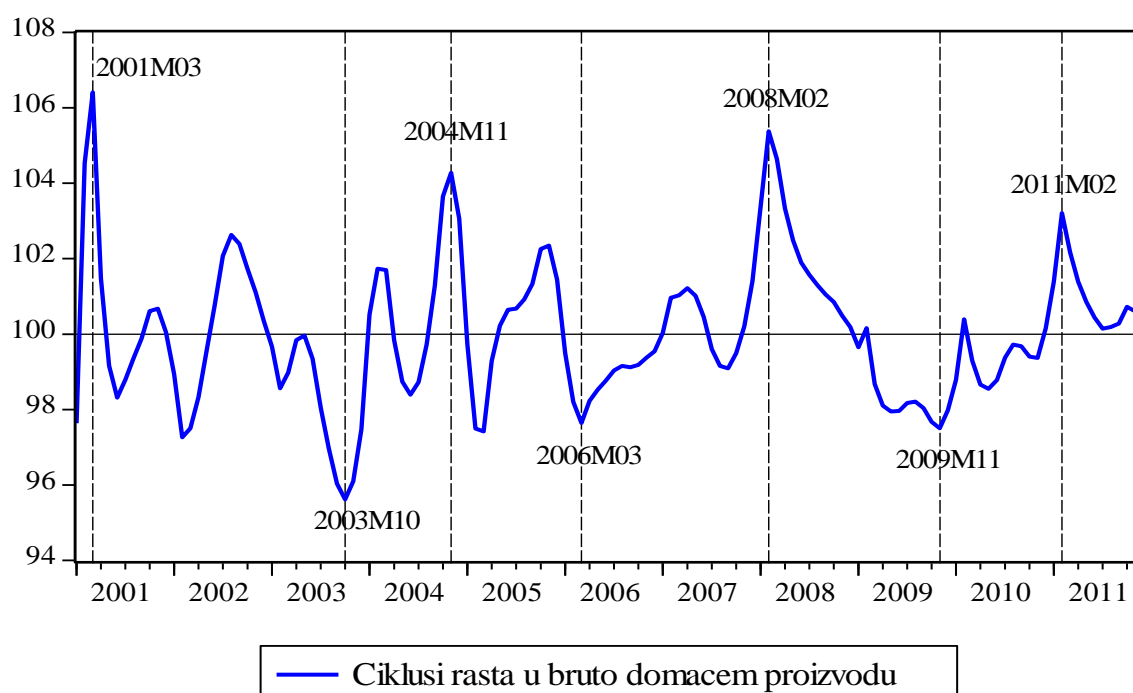
- trajanje faze (od vrha do dna ili od dna do vrha) mora biti bar 5 meseci;
- trajanje ciklusa (ili od vrha do vrha ili od dna do dna) mora biti najmanje 15 meseci;
- u slučaju "ravnih" zona tačaka prekretnica ili dvostrukog vrha ili dna u zoni tačke prekretnice, skorija vrednost se određuje kao tačka prekretnica;
- ekstremne vrednosti se ignorišu ukoliko je njihov efekat kratak i reverzibilan.

Ovi kriterijumi su sastavni deo metodologije OECD – a koja se odnosi na identifikaciju i analizu ciklusa u okviru OECD – ovog Sistema vodećih indikatora (OECD, 2012). Cilj kriterijuma je da se odrede lokalni minimumi i maksimumi na

cikličnoj komponenti primenom pravila o dužini trajanja pojedinih faza i ciklusa i da se obezbedi naizmenično smenjivanje vrhova i dna ciklusa.

Na Grafiku IV-2 prikazani su ciklusi rasta za Srbiju u periodu 2001-2011. godine. Karakteristike ciklusa rasta: datumi tačaka prekretnica, trajanje faza i ciklusa, kao i amplituda faza ekspanzije (+) i faza usporavanja (-) dati su u Tabeli IV-2.¹⁰⁰

Grafik IV-2 Tačke prekretnice i ciklusi rasta u bruto domaćem proizvodu Srbije 2001-2011.



¹⁰⁰ Tabela je u potpunosti urađena po ugledu na tabele u empirijskim istraživanjima OECD – a kao što je istraživanje: OECD (2006), "Composite Leading Indicators for Major Non-members Economies and Recently New OECD Member Countries", <http://www.oecd.org/dataoecd/35/22/36414874.pdf>, dok je grafik nešto drugačiji u odnosu na one iz istraživanja jer su na njemu istaknute tačke prekretnice ciklusa i datumi ovih tačaka.

Tabela IV-2 Karakteristike ciklusa rasta u bruto domaćem proizvodu Srbije 2001-2011.

Faza / ciklus	Tačke prekretnice po mesecima			Trajanje (u mesecima)		Amplituda (faze)
	Dno	Vrh	Dno	Faza	Ciklus	% od trenda
Ekspanzija	-	3/2001		-		
Usporavanje		3/2001	10/ 2003	31		10,8
Ciklus br. 1	-		10/ 2003		-	
Ekspanzija	10/ 2003	11/ 2004		13		8,7
Usporavanje		11/ 2004	03/ 2006	16		6,7
Ciklus br. 2	10/ 2003		03/ 2006		29	
Ekspanzija	03/ 2006	02/ 2008		24		7,8
Usporavanje		02/ 2008	11 /2009	21		7,9
Ciklus br. 3	03/ 2006		11 /2009		45	
Ekspanzija	11 /2009	02/2011		14		5,7
Usporavanje		02/2011	-	-		
Ciklus br. 4	11 /2009		-		-	
Prosek:						
Ekspanzija				17		7,4
Usporavanje				22,7		8,5
Ciklus					37	

Na kraju, pokušalo se sa primenom još jednog metoda dezagregacije vremenskih serija – metoda linearne interpolacije. Linearna interpolacija kvartalnih podataka za bruto domaći proizvod izvršena je primenom programskog paketa EViews. Podaci su zatim desezonirani primenom X11 ARIMA metoda, dok je identifikacija trenda izvršena primenom HP filtera. Nakon desezoniranja dobijenih dezagregiranih podataka i eliminisanja trenda, izvršeno je poređenje tačaka prekretnica ciklusa sa tačkama prekretnicama dobijenim na osnovu bruto domaćeg proizvoda dobijenog primenom BFL metoda. Ispostavilo se da datumi tačaka prekretnica mogu odstupati za jedan mesec u pravcu kraja kvartala u odnosu na datume identifikovane primenom BFL metoda (zbog metoda dezagregacije koji kvartalnu opservaciju vezuje za poslednji, treći mesec kvartala). Ono što je važno je da se tako dobijene tačke prekretnice nalaze u okviru odgovarajućeg kvartala u kome su identifikovane primenom BFL metoda vremenske dezagregacije.

1.2. Ciklična analiza ekonomske aktivnosti Srbije 2001-2011.

Ekonomska aktivnost Srbije u periodu 2001-2011. godine zabeležila je tri vrha i tri dna u ciklusima rasta. Posmatrano od dna do dna, na Grafiku IV-2 mogu se identifikovati dva cela ciklusa, jedan deo faze ekspanzije, vrh i faza usporavanja ciklusa koji je počeo pre 2001. godine, i na kraju uzorka, faza ekspanzije, vrh i deo faze usporavanja ciklusa koji je počeo nakon dna u novembru 2009. godine.¹⁰¹ Pri tome, prvi vrh, datiran na mart 2001. godine treba uzeti sa rezervom, s obzirom na to da bi mogao biti veštački indukovano primenom metoda vremenske dezagregacije kvartalnih na mesečne podatke, dok bi cela faza usporavanja koja je usledila nakon ovog vrha mogla biti deo faze usporavanja jednog dužeg ciklusa koji je počeo pre 2001. godine. Poslednji vrh, datiran na februar 2011. godine, takođe treba uzeti sa rezervom jer bi cela ta faza ekspanzije mogla biti samo deo jedne duže faze ekspanzije i oporavka srpske privrede nakon svetske ekonomske krize i dna u 2009. godini.

U posmatranom periodu ekonomska aktivnost Srbije bila je nestabilna, sa stopama rasta bruto domaćeg proizvoda koje variraju po kvartalima, krećući se u jednocifrenim okvirima. Prosečan rast bruto domaćeg perioda u celokupnom posmatranom periodu iznosio je 3,5% a do izbijanja svetske ekonomske krize tj. zaključno sa 2008. – 5,0%. Prosečno trajanje faza ekspanzije iznosi 17 meseci (5,7 kvartala). Prosečno trajanje faza usporavanja je 22,7 meseci (7,6 kvartala). Prosečno trajanje ciklusa je 37 meseci (12,3 kvartala ili tri godine i jedan mesec). Oscilacije u ciklusima rasta se mogu okarakterisati kao umerene. Prosečna amplituda faza ekspanzije je 7,4% a prosečna amplituda faza usporavanja je 8,5% (amplituda faza izračunata je kao procentualno odstupanje iznad trenda u vrhu plus procentualno odstupanje ispod trenda u dnu ciklusa i obrnuto za faze ekspanzije). Primetno je smanjivanje amplituda faza ciklusa tokom vremena što govori o postepenoj stabilizaciji ekonomske aktivnosti. Standardna devijacija ciklične komponente bruto domaćeg proizvoda iznosi 1,87, što je na nivou zemalja Centralne i Istočne Evrope i na nivou zemalja regiona Azije i Severne Afrike u (Rand, Tarp, 2001) i dosta niže u odnosu, na primer, na ekonomije regiona Južne Amerike.

¹⁰¹ Ciklus u ekonomskoj aktivnosti je vremenski razmak između dve tačke prekretnice u istom smislu (dva vrha ili dva dna). OECD: Glossary of Statistical Terms, <http://stats.oecd.org/glossary/detail.asp?ID=244>

Period nakon 2000. godine jedinstven je u dosadašnjem ekonomskom i društvenom razvoju Srbije. Ovo je period reforme ekonomskog sistema i tranzicije u tržišnu privredu, u kome je Srbija nakon promene političkog sistema suštinski započela proces tranzicije prema tržišnoj privredi. Vrh u martu 2001. godine može tumačiti kao rezultat kratkotrajne ekspanzije koja je usledila nakon promene ekonomskog i političkog sistema u oktobru 2000. godine, kada je bio zabeležen veliki pad u ekonomskoj aktivnosti i industrijskoj proizvodnji. Nakon ovog vrha, u prvim godinama nakon otpočinjanja tranzicije, nije bilo takozvane „tranzicione recesije“ u pravom smislu reči, ali je privreda preživela šok zbog početka procesa privatizacije, restrukturiranja privrede, konsolidacije bankarskog sektora i otpuštanja radnika i stope rasta bile su iz godine u godinu sve niže (5,3% - 2001. godine, 4,3% - 2002. i 2,5% - 2003. godine, kada je u poslednjem kvartalu dostignuto dno ciklusa). Nakon poslednjeg kvartala 2003. godine usledio je oporavak sprske privrede i nagli rast bruto domaćeg proizvoda u 2004. godini od 9,3%, koji je bio posledica visokih stopa rasta u poljoprivredi, saobraćaju i uslugama.

Iako bi se vrh u novembru 2004. i dno u martu 2006. godine koji su usledili nakon dna u oktobru 2003., i odgovarajuće faze ekspanzije i usporavanja, u nekom širem kontekstu, na dužem uzorku, možda mogli posmatrati kao „manje fluktuacije“, odnosno, kao deo većeg ciklusa (konkretno, kao deo faze ekspanzije koja je počela nakon dna u oktobru 2003. i trajala do februara 2008. godine), u ovoj fazi tranzicije, na relativno kratkom uzorku, od interesa je da se utvrdi svaka promena, svako ubrzavanje i usporavanje ekonomske aktivnosti i da se analiziraju uzroci ovih promena. Prema Narodnoj banci Srbije, *“Uzrok usporavanja ekonomske aktivnosti u 2006. godini treba tražiti, pored ostalog, i u neuobičajeno skromnom doprinosu realne vrednosti indirektnih poreza, što je efekat poreske evazije godinu dana nakon uvođenja poreza na dodatu vrednosti.”* (NBS, 2006. str. 20) Zbog toga su vrh u novembru 2004. i dno u martu 2006. ovde u empirijskom istraživanju identifikovani kao tačke prekretnice ciklusa. Osim toga, ove tačke u potpunosti zadovoljavaju navedene kriterijume za identifikovanje tačaka prekretnica.¹⁰²

¹⁰² U metodologiji OECD – a praktikuje se izravnavanje ciklične komponente pokretnim prosecima u cilju otklanjanja iregularne komponente i eliminisanja manjih ciklusa. Zbog relativno kratkog perioda

Nakon dostignutog dna u 2003. godini i stope rasta bruto domaćeg proizvoda od 9,3% u 2004. godini, godišnje stope rasta bruto domaćeg proizvoda sve do 2008. bile su uglavnom visoke: 5,4% u 2005., 3,6% u 2006. i ponovo 5,4% u 2007. godini. U većem delu ovog perioda stope rasta bile su iznad prosečne stope rasta za period pre izbijanja krize (5%). Od marta 2006. (dno) do februara 2008. (vrh) zabeležena je tako faza ekspanzije. Najveći doprinos rastu ekonomske aktivnosti u ovom periodu dali su rast u trgovini, transportu, telekomunikacijama i nekim granama industrije. U pogledu ekonomske politike, faza ekspanzije obuhvata period ekspanzivne fiskalne i restriktivne monetarne politike. Početak faze ekspanzije korespondira sa početkom sprovođenja Nacionalnog investicionog plana (NIP), rastom javne potrošnje (i plata u javnom sektoru) i prelaskom na novi okvir monetarne politike (koji obuhvata strategiju ciljanja inflacije i referentnu kamatnu stopu kao instrument monetarne politike). U to vreme, smatralo se da bi Nacionalni investicioni plan na kratak rok mogao uticati na povećanje agregatne tražnje a u srednjem roku na povećanje domaće ponude i porast bruto domaćeg proizvoda. Ekspanzivna fiskalna politika bila je u vezi i sa parlamentarnim izborima (NBS, 2006, str. 17). Ekspanzivna fiskalna politika dala je u određenoj meri podsticaja rastu ekonomske aktivnosti ali je cena za to bio rast uvoza i porast deficita tekućeg računa platnog bilansa iz godine u godinu, da bi u 2008. godini bio zabeležen njegov iznos od rekordnih 21,6% od bruto domaćeg proizvoda (videti Tabelu IV-1). I kao po pravilu, fiskalna ekspanzija prelila se jednim delom na rast uvoza i bila praćena apresijacijom domaće valute i pogoršanjem tekućeg računa platnog bilansa, kao što to predviđa IS-LM model u uslovima visoke mobilnosti kapitala, karakterističnim za Srbiju u tom periodu, kada je zabeležen veliki priliv inostranog kapitala (videti još jednom o IS-LM modelu i efikasnosti fiskalne politike u delu 1.4.1 rada). Početkom 2008. godine dostignut je vrh u ekonomskoj aktivnosti. Te godine ostvarena je stopa rasta od 3,8% a zatim je usledio nagli pad. Faza ekspanzije naglo je prekinuta prenošenjem efekata svetske ekonomske krize na Srbiju. U 2009. godini zabeležena je negativna stopa rasta bruto domaćeg proizvoda od -3,5%.

Kada se analiziraju karakteristike ciklusa rasta u Tabeli IV-2, vidi se da je prosečna dužina faza usporavanja 22,7 meseci (7,6 kvartala), u odnosu na dužinu faze ekspanzije

analize, ovde u istraživanju izravnavanje nije primenjeno kako bi se uočile i analizirale sve fluktuacije koje se prema navedenim kriterijumima mogu identifikovati kao ciklusi.

(17 meseci odnosno 5,7 kvartala). Dužina faza usporavanja svedoči o poteškoćama ekonomske politike i celokupnog ekonomskog sistema da se izbori sa uslovima krize i da se skрати vreme trajanja faze usporavanja (mada, mora se imati u vidu da na početku posmatranog perioda ekonomska politika nije ni vođena u cikličnom kontekstu, već je cilj bio makroekonomska stabilizacija, restrukturiranje privrede i uspešno sprovođenje reformi u prvoj fazi tranzicije). Ono što se takođe uočava u Tabeli IV-2 je smanjivanje amplitude faza tokom vremena. Očigledno, mere ekonomske politike usmerene na postizanje makroekonomske stabilnosti na početku posmatranog perioda počele su tokom vremena da daju svoje rezultate. Ovde treba naglasiti ulogu monetarne politike i Narodne banke Srbije u tom procesu, naročito u drugoj polovini posmatranog perioda, nakon prelaska na novi okvir monetarne politike i strategiju targetiranja inflacije. Do stupanja na snagu režima targetiranja inflacije 2006. godine, standardna devijacija ciklične komponente bruto domaćeg proizvoda iznosi 2,15 a od 2006. do kraja posmatranog perioda standardna devijacija iznosi 1,62. U novom režimu monetarne politike dakle došlo je do postepene stabilizacije ekonomske aktivnosti.¹⁰³

Struktura bruto domaćeg proizvoda Srbije je takva da delatnosti koje preovladavaju u strukturi proizvedene bruto dodate vrednosti su industrija (učestvuje sa 13-14% u strukturi dodate vrednosti), trgovina na veliko i malo (9-10%), poljoprivreda (oko 8%), poslovanje nekretninama (oko 10%), tako da se svaka pozitivna tendencija i rast u ovim delatnostima povoljno odražava na rast bruto domaćeg proizvoda iznad dugoročnog trenda, kao na primer kada je zabeležen natprosečan rast u poljoprivredi i industriji u poslednjim kvartalima 2004. godine, kada je stopa rasta bruto domaćeg proizvoda iznosila 9,3%. Usluge posmatrane zbirno imaju najveći udeo u formiranju bruto dodate vrednosti, koji poslednjih godina dostiže preko 60%, tako da je od značaja i rast ostvaren u ovom sektoru.

Što se tiče faktora koji su uticali na ciklično kretanje ekonomske aktivnosti, a koji se mogu podvesti pod faktore od uticaja na strani agregatne ponude, podsetimo se da ...
„Na strani ponude, može se zamisliti čitav niz raznovrsnih šokova koji bi mogli da rezultiraju u značajnim promenama u produktivnosti: nepovoljni vremenski uslovi koji

¹⁰³ Smanjenje amplitude oscilacija ekonomske aktivnosti već je primećeno u jednom empirijskom istraživanju, u: (Radović – Stojanović, 2009).

utiču na poljoprivredu, promene cena energenata, ratovi i politički događaji, promena državne regulative... Šokovi produktivnosti mogu biti prouzrokovani i promenama u kvalitetu kapitala i radne snage, uvođenjem novih proizvoda ili razvojem novih tehnologija.“ (Snowdon, Vane, 2005: 303-304). Svega ovoga je bilo u privredi Srbije u posmatranom periodu, i nepovoljnih vremenskih uslova, i promene cene energenata i promene državne regulative. Naročito je u prvim godinama nezaposlenost porasla kao rezultat restrukturiranja privrede i procesa privatizacije. Nezaposlenost je rasla sve do 2006. godine, kada počinje da se smanjuje (početak ekspanzije!). Na strani ponude u ovom periodu bilo je i pozitivnih uticaja, u vidu inostranih investicija i usvajanja novih tehnologija.

Posmatrano sa aspekta upotrebe bruto domaćeg proizvoda, finalna potrošnja je bila najvažnija komponenta agregatne tražnje, sa učešćem od 95 – 99% nominalnog bruto domaćeg proizvoda u posmatranom periodu. Domaća tražnja konstantno apsorbuje gotovo ceo bruto domaći proizvod, i premašuje ga, tako da je uvoz rastao iz godine u godinu. Izvoz (spoljna komponenta agregatne tražnje) deluje stimulatивно na rast bruto domaćeg proizvoda, učestvujući na početku perioda sa oko 20% a poslednjih godina sa preko 30% u bruto domaćem proizvodu. Kao faktori od uticaja na rast agregatne tražnje u domaćim analizama se najčešće pominju rast plata iznad rasta produktivnosti, ekspanzivna fiskalna politika i rast plata u javnom sektoru, zatim, rast izvoza i inostrane tražnje i povećanje komercijalnih kredita banaka stanovništvu.

Koji su faktori imali odlučujući uticaj na ciklične oscilacije ekonomske aktivnosti oko dugoročnog trenda, da li faktori koji utiču na agregatnu ponudu, ili faktori koji utiču na agregatnu tražnju i da li se uzroci cikličnih oscilacija ekonomske aktivnosti nalaze pretežno na strani agregatne ponude ili agregatne tražnje, biće istraženo u nastavku empirijskog istraživanja. Ako se posmatra prvi ciklus sa vrhom u martu 2001. i fazom usporavanja koja je okončana krajem 2003., može se pretpostaviti da je u pitanju negativan šok produktivnosti (početak tranzicije, pad zaposlenosti i proizvodnje, privatizacija, otpuštanja radnika, restrukturiranje privrede). Ako se pak posmatra faza usporavanja koja je započela u februaru 2008., kada je došlo do opadanja ekonomske aktivnosti ne samo u relativnom već i u apsolutnom iznosu, uzroci usporavanja

odgovaraju negativnom šoku tražnje (recesija je praktično „uvezena“ iz inostranstva kao negativan šok tražnje). Ipak, da li je zaista tako bilo, šta su bili uzroci cikličnih oscilacija i koji su uticaji preovladavali u celokupnom posmatranom periodu, biće analizirano u nastavku istraživanja. Podsetimo se da uzroci ciklične nestabilnosti mogu biti na strani agregatne ponude, na strani agregatne tražnje, ali mogu predstavljati i kombinaciju šokova na strani agregatne ponude i na strani agregatne tražnje. Takođe, uticaj pojedinih šokova može biti kompleksan: šokovi ponude odražavaju se i na agregatnu tražnju i obrnuto.

U jednom širem kontekstu, sa stanovišta izvora fluktuacija (domaći ili inostrani) svi faktori od uticaja na ekonomske fluktuacije mogu se svrstati na domaće (specifične okolnosti ekonomije, rast i opadanje u pojedinim delatnostima, uticaj ekonomske politike) i inostrane (uticaji iz međunarodnog okruženja, pre svega uticaj ciklusa pojedinih zemalja ili grupa zemalja sa kojima ekonomija ima najveću spoljnotrgovinsku razmenu, transmisija međunarodnih ciklusa). U nastavku istraživanja analiziraćemo kakvi su bili uticaji iz međunarodnog okruženja na ciklično kretanje ekonomske aktivnosti u Srbiji. Srbija kao mala otvorena ekonomija veoma je podložna uticajima iz međunarodnog okruženja, zbog čega će jedan deo empirijskog istraživanja biti posvećen ispitivanju transmisije inostranih ciklusa na Srbiju.

1.3. Transmisija međunarodnih ciklusa na Srbiju i sinhronizacija sa ciklusima Evropske unije

Transmisija međunarodnih ciklusa (ciklusa većih zemalja ili većih grupa zemalja) na pojedinačne, manje ekonomije je savremeni globalni fenomen koji je posledica međunarodnih ekonomskih i političkih integracija i rasta međunarodne trgovine. U vezi sa ovim fenomenom, koji povećava zavisnost malih otvorenih ekonomija od ciklusa iz međunarodnog okruženja, postavlja se kao veoma značajno pitanje kakve su mogućnosti jedne male države i otvorene ekonomije da ovu zavisnost ublaži i da samostalno vodi svoju ekonomsku, pa i kontracikličnu ekonomsku politiku. Kada se razmatra za pojedinačanu ekonomiju, odnosno za Srbiju, ovo pitanje zahteva da se kroz

empirijsko istraživanje utvrdi odakle potiču uzroci ekonomskih fluktuacija, odnosno, da li su poslovni ciklusi posledica specifičnih okolnosti i događaja u ekonomskom, društvenom i političkom životu Srbije ili su rezultat transmisije ciklusa iz inostranstva, a zatim, da se ispituju mogućnosti Srbije da vodi kontracikličnu ekonomsku politiku a da ta politika bude u skladu sa zahtevima međunarodnih organizacija i institucija i da bude u skladu sa zahtevima koji se pred nju postavljaju u aktuelnim procesima evropskih integracija.

Uticaji iz međunarodnog okruženja na ciklično kretanje privrede Srbije mogu se potražiti pre svega u transmisiji ciklusa iz zemalja Evropske unije. Ako se analizira struktura spoljnotrgovinske razmene Srbije, gotovo 90% srpskog izvoza ide u zemlje Evrope, od čega 55% u Evropsku uniju. Slična je situacija i sa uvozom, tako da zemlje Evropske unije učestvuju sa preko 50% u spoljnotrgovinskoj razmeni Srbije. Ovakva povezanost „nije od juče“: i pre 2001. godine, u periodu 1997-2000. godine, učešće zemalja Evropske unije u spoljnotrgovinskoj razmeni Srbije bilo je takođe veoma visoko i iznosilo je oko 47% izvoza i oko 51% uvoza. (Crnomarković, 2010, na osnovu podataka Republičkog zavoda za statistiku) Zbog tako velikog obima spoljnotrgovinske razmene sa Evropskom unijom, izuzetno je važno za Srbiju šta se dešava sa ekonomijom Evropske unije. Domaći proizvođači pomno prate signale i stanje konjunktura sa evropskog tržišta i reaguju na neizvesnost u pogledu budućeg plasmana proizvoda u Uniju. Od uvoza opreme i proizvoda za reprodukciju zavisi i sama proizvodnja u Srbiji, a najznačajniji partneri u tom pogledu su Nemačka i Italija. I što se tiče investicija, Zemlje Evropske unije su najveći su investitori u Srbiju, pojedinačno i kao institucionalni investitori. Najveći pojedinačni investitor u Srbiju je Austrija a najveći institucionalni investitor je Evropska banka za obnovu i razvoj (European Bank for Reconstruction and Development – EBRD). Kad je u pitanju priliv kapitala iz Evropske unije, investitori iz Evropske unije u uslovima recesije i povećanog rizika smanjuju svoja ulaganja. Priliv kapitala u uslovima recesije generalno se smanjuje, od doznaka stanovništvu, do stranih direktnih investicija. Uopšte, najveći deo svih poslovnih očekivanja, planova, ugovora privrednika iz Srbije vezan je za zemlje Evropske unije. Zbog toga se može pretpostaviti da postoji povezanost između ciklusa zemalja Evropske unije i Srbije. Može se postaviti hipoteza da:

postoji povezanost između poslovnih ciklusa zemalja Evropske unije i Srbije koja se uspostavlja sa ukidanjem međunarodnih ekonomskih sankcija, rastom spoljnotrgovinske razmene i jačanjem finansijskih veza sa ovim zemljama.

U vezi sa ovom hipotezom, kao posledica povezanosti sa ekonomijom Evropske unije može se postaviti i još jedna hipoteza, koja glasi da:

postoji potreba za aktivnom kontracikličnom makroekonomskom politikom u Srbiji koja proizilazi iz ove povezanosti i podložnosti Srbije kao male, otvorene ekonomije uticajima iz međunarodnog okruženja.

Da bi se ove hipoteze potvrdile, biće posmatrano ciklično kretanje ekonomske aktivnosti zemalja Zone evra i izvršeno poređenje sa cikličnim kretanjem ekonomske aktivnosti Srbije. U te svrhe biće korišćeni podaci o ciklusima rasta u Zoni Evra iz elektronske Baze podataka OECD – a kojoj se može pristupiti preko linka <http://stats.oecd.org/Index.aspx>.¹⁰⁴

Na Grafiku IV-3 prikazani su ciklusi rasta Zone evra uporedo sa ciklusima rasta za Srbiju i označene su tačke prekretnice ciklusa za Srbiju i za Zonu evra. Tačke prekretnice ciklusa Zone evra u posmatranom periodu su: januar 2001. (vrh), jul 2003. (dno), februar 2008. (vrh), jun 2009. (dno) i jun 2011. godine (vrh).¹⁰⁵ Tačke prekretnice za Zonu evra na Grafiku IV-3 su označene italikom.

¹⁰⁴ Podaci o kretanju bruto domaćeg proizvoda, mesečnih indikatora konjunktura i Kompozitnog vodećeg indikatora (Composite Leading Indicator – CLI) za zemlje i grupe zemalja nalaze se pod „Monthly Economic Indicators“ i „Composite Leading Indicators“ na Internet sajtu OECD – a. Podaci za cikluse rasta zemalja i grupa zemalja u Bazi podataka OECD – a prikazani su u formi „Bruto domaći proizvod kroz trend“ (GDP ratio to trend). Zemlje Zone evra postoje kao posebna grupa zemalja u okviru OECD – ovog Sistema vodećih indikatora.

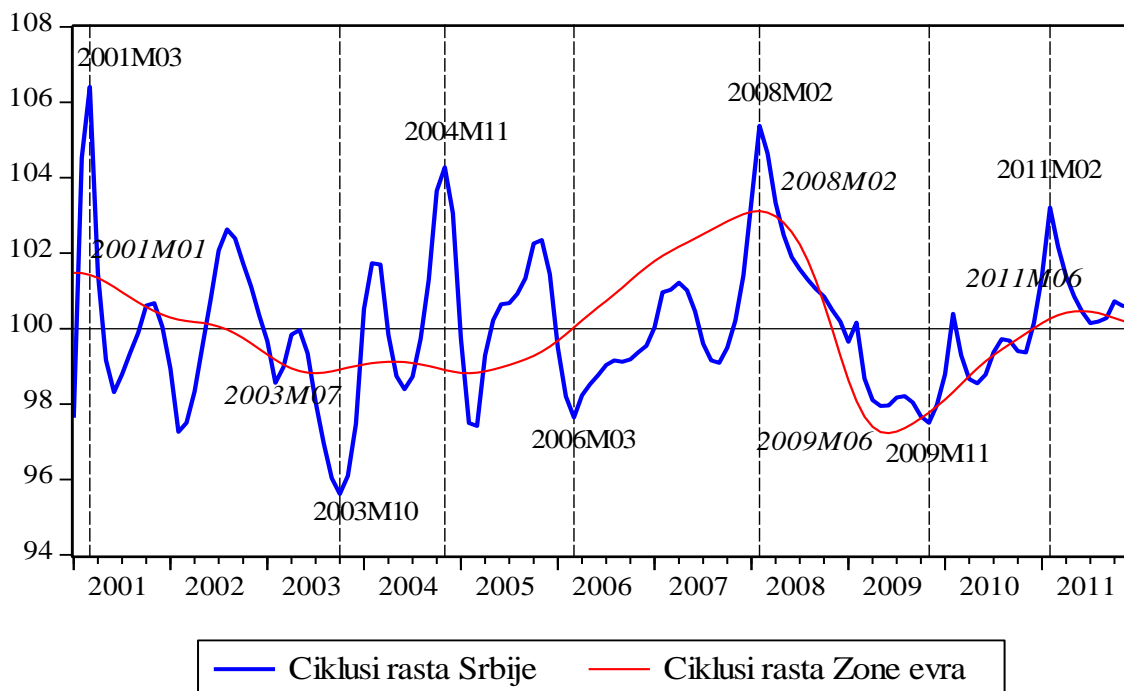
Zemlje i grupe zemalja u Sistemu vodećih indikatora OECD – a prikazane su na:

<http://www.oecd.org/std/leadingindicatorsandtendencysurveys/oecdcompositeladingindicatorsreferenceturningpointsandcomponentseries.htm> .

¹⁰⁵ Spisak tačaka prekretnica tj. „referentna hronologija“ za Zonu evra nalazi se na strani:

<http://www.oecd.org/std/leadingindicatorsandtendencysurveys/euroarea-referenceturningpoints.htm> .

Grafik IV-3 Ciklusi rasta Srbije i ciklusi rasta Zone Evra 2001-2011. godine



Ako se uporedi ciklično kretanje privrede Srbije sa cikličnim kretanjem Zone evra, uočavaju se sličnosti u cikličnom kretanju i blizina tačaka prekretnica ciklusa. Sličnosti su primetne naročito u drugoj polovini uzorka, kada se varijabilitet ciklusa u Srbiji ublažava. Kao i ciklična komponenta bruto domaćeg proizvoda Srbije, ciklusi rasta Zone evra se kreću oko linije trenda tj. oko vrednosti 100 naviše i naniže, s tim što je kretanje serije „glatko“ a varijabilitet, odnosno amplituda ciklusa, manji nego u slučaju Srbije (standardna devijacija ciklične komponente iznosi 1,46 dok je u Srbiji 1,87). Ovo je posledica stabilnih stopa rasta evropskih zemalja i agregacije podataka o bruto domaćem proizvodu za veći broj zemalja.

Vrh u januaru 2001. godine (dva meseca pre vrha u Srbiji) za zemlje Zone Evra označio je kraj desetogodišnje ekspanzije koja je započela u januaru 1991. godine, kada je zabeleženo dno ciklusa. Ova desetogodišnja ekspanzija nakon 1991. jednim delom korespondira sa fazom uspona za Srbiju, koja je započela programom Monetarne rekonstrukcije 1994. godine, i okončala se u četvrtom kvartalu 1997. godine (kada je prema dosadašnjim istraživanjima ciklusa, na kvartalnim podacima o bruto domaćem proizvodu raspoloživim do 2009. godine, prema Klasifikaciji delatnosti iz 1996. i metodologiji obračuna zasnovanoj na obračunu u stalnim cenama sa fiksnom baznom

godinom, zabeležen vrh ciklusa: Radović – Stojanović, Đerić, 2011). Faza kontrakcije u Srbiji, koja je usledila nakon vrha u četvrtom kvartalu 1997. godine, posledica je međunarodnih ekonomskih sankcija i pogoršanja uslova privređivanja. Ekonomska aktivnost u Srbiji nakon 1997. opadala je sve do kraja 2000. godine. Dno je zabeleženo u četvrtom kvartalu 2000. godine, nakon čega je usledila kratkotrajna ekspanzija koja se završila već u martu 2001.¹⁰⁶

Vrh u januaru 2001. godine za zemlje Evropske unije baca novo svetlo i na vrh za Srbiju datiran na mart 2001. godine. Zbog sličnosti u cikličnom kretanju ekonomija, blizine ostalih tačaka prekretnica i dugogodišnje povezanosti privreda Srbije i Evropske unije koja je postojala i pre 2001. godine, vrh u martu 2001. godine za Srbiju se sa velikom verovatnoćom može prihvatiti kao realan, a ne veštački indukovani metodom dezagregacije kvartalnih podataka na mesečne (mada se konačan sud može doneti tek nakon proširivanja uzorka na osnovu nove metodologije obračuna bruto domaćeg proizvoda, nove Klasifikacije delatnosti i nove analize ciklusa pre 2001. godine).

Faza usporavanja koja je za Zonu evra usledila nakon vrha u januaru 2001. godine korespondira sa fazom usporavanja u Srbiji, mada su, naravno, uzroci ovog opadanja različiti. Za zemlje Zone evra, ova faza usporavanja je bila reakcija na globalnu, mada blagu recesiju, koja je započela u Sjedinjenim Američkim Državama kao posledica pada cena akcija preduzeća u informacionim tehnologijama. Za Srbiju, uzroci opadanja nalaze se u restrukturiranju privrede nakon početka tranzicije, privatizaciji preduzeća i otpuštanju radnika, mada se zbog velikog izvoza i uvoza ne mogu u potpunosti isključiti ni uzroci u vezi sa krizom u Evropskoj Uniji. Dno za zemlje Zone evra dostignuto je u julu 2003. godine, tri meseca pre dna u Srbiji. Za Zonu evra usledila je faza ekspanzije koja je trajala do februara 2008. godine, dok je Srbija u tom periodu imala jedan dodatni ciklus. U martu 2008. dostignut je vrh i započelo je opadanje i u Srbiji. Dno u Zoni evra dostignuto je i oporavak od svetske ekonomske krize započeo u junu 2009., pet meseci ranije nego u Srbiji (efikasnija kontraciklična ekonomska politika!). Poslednji vrh je

¹⁰⁶ Nakon velikog pada u ekonomskoj aktivnosti u prvoj polovini 1999. godine koji je bio posledica vojne intervencije NATO alijanse, ekonomska aktivnost se delimično oporavila ali se vratila na prethodnu, silaznu putanju, sve do dna u četvrtom kvartalu u oktobru mesecu 2000. godine (Radović – Stojanović, Đerić, 2011).

zvanično datiran za Zonu evra na jun 2011. godine, pa se tako, imajući u vidu sličnosti u cikličnom kretanju ekonomske aktivnosti i blizinu ostalih tačaka prekretnica, poslednji vrh za Srbiju, datiran na mart 2011. godine, takođe može prihvatiti. Ovde se pak primećuje da je novo opadanje za Srbiju počelo ranije nego u Zoni evra.

Mada je uzorak kratak, a broj tačaka prekretnica ciklusa rasta mali, mogu se uočiti određene pravilnosti u pogledu cikličnog kretanja i datuma tačaka prekretnica i izvući određeni zaključci u pogledu zavisnosti ciklusa u Srbiji od ciklusa u zemljama Zone evra. **Tačke prekretnice ciklusa Zone evra prethode tačkama prekretnicama srpske privrede**, osim u slučaju poslednjeg vrha, koji je u Srbiji dostignut četiri meseca ranije. **Prethođenje je kratko** i sve do poslednje tačke prekretnice koja se u Srbiji realizovala pre tačke prekretnice u Zoni evra, iznosi u proseku 2 meseca za vrhove i 4 meseca za dna ciklusa, tako da se, praktično, fluktuacije iz Zone evra prenose na Srbiju vrlo brzo, u okviru istog kvartala. Ovo je rezultat koji je karakterističan za ekonomije u razvoju i ekonomije sa nastajućim tržištima. Kratko vreme transmisije ciklusa, naročito za vrhove ciklusa, kada ekonomija prelazi u fazu usporavanja, takođe je karakterističan rezultat, jer se kriza iz velikih, razvijenih ekonomija sa kojima su ove zemlje povezane prenosi brzo, dok je oporavak ekonomije spor i tegoban. Poslednji vrh u Srbiji dostignut je četiri meseca ranije nego u zemljama Zone evra, verovatno zbog brže iscrpljenih potencijala za oporavak privrede nakon recesije. Koeficijent korelacije je pozitivan i iznosi $r=0,43$ na nultom pomaku i $r=0,46$ na t-1 pomaku za Zonu evra, tako da, praktično, **dve serije koincidiraju** (u literaturi se smatra da serije koincidiraju ako je r najveći na ± 1). Ovaj rezultat odgovara rezultatima za ekonomije u razvoju dobijenim na kvartalnim podacima, prema kojima je koeficijent korelacije sa ciklusima industrijskih zemalja i velikih ekonomija pozitivan i najveći na nultom pomaku, što znači da se fluktuacije u industrijskim ekonomijama prenose veoma brzo, u okviru istog kvartala (Agénor, McDermott, Prasad, 2000: 260).

U Tabeli IV-3 dati su koeficijenti kros – korelacije ciklusa rasta ekonomske aktivnosti Srbije i ciklusa rasta Zone evra na docnjama do $t\pm 8$ zajedno sa odgovarajućim verovatnoćama.

Tabela IV-3 Koeficijenti kros-korelacije ciklusa rasta Srbije i ciklusa rasta Zone evra

Docnja	t	t-1	t-2	t-3	t-4	t-5	t-6	t-7	t-8
<i>r</i>	0,43	0,46	0,45	0,45	0,43	0,41	0,38	0,35	0,30
<i>p</i> -vrednost	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Docnja	t	t+1	t+2	t+3	t+4	t+5	t+6	t+7	t+8
<i>r</i>	0,43	0,40	0,36	0,31	0,26	0,21	0,15	0,09	0,03
<i>p</i> -vrednost	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,02	0,09	0,32	0,73

Napomena: Interval poverenja na nivou značajnosti 5% nalazi se u rasponu $\pm 1,96/\sqrt{T} = \pm 0,17$.

Tako se dakle može potvrditi hipoteza da postoji povezanost između ciklusa Evropske Unije i Srbije. Hipoteza da postoji potreba za aktivnom kontracikličnom politikom u Srbiji se takođe može se potvrditi. Potvrda ove hipoteze proizilazi iz činjenice da se ciklično kretanje ekonomske aktivnosti u Srbiji može identifikovati i da postoje negativne posledice ovog kretanja u vidu usporavanja ekonomske aktivnosti. Kakva bi ova politika trebalo da bude, biće reči u glavi 3.4 pod nazivom „Aktivna kontraciklična politika: mogućnosti i perspektive“. Za sada se može reći da bi, s obzirom na povezanost cikličnog kretanja ekonomije Srbije sa ciklusima Zone evra, ova politika svakako trebalo da uključi i određene mere spoljnotrgovinske politike.

2. Ekonomska politika u Srbiji 2001-2011.

U prvim godinama nakon promene ekonomskog i političkog sistema 2000. godine, ekonomska politika u Srbiji je vođena u funkciji makroekonomske stabilizacije i stvaranja uslova za neophodne strukturne reforme i proces tranzicije prema tržišnoj privredi. Proces tranzicije imao je za cilj stvaranje i puno funkcionisanje svih institucija tržišne privrede, smanjivanje državne regulative u privredi, afirmaciju privatne svojine i delovanja ekonomskih zakonitosti. Proces je trebalo da obuhvati i neke reforme koje su godinama odlagane u srpskoj privredi, kao što su završetak procesa privatizacije, donošenje važnih zakona, stvaranje povoljnijeg poslovnog okruženja, reformu bankarskog sistema, razvoj tržišta hartija od vrednosti.

Makroekonomska stabilizacija je sprovedena uspešno. Narodna banka je svoje aktivnosti usmerila na smirivanje inflacije, održanje stabilnosti nacionalne valute, restrukturiranje bankarskog sistema i unapređenje instrumenata monetarne politike u smislu uvođenja i razvoja tržišnih instrumenata monetarnog regulisanja (kamatne stope, operacije na otvorenom tržištu). Rezultati monetarne politike su se vrlo brzo manifestovali: kurs dinara je stabilizovan, stopa inflacije je smanjena sa 113%, koliko je iznosila u 2000. godini, na 38,7% u 2001. i 14,8% u 2002. godini, a zatim i na jednocifrenu inflaciju od 7,8% u 2003. godini. Došlo je do porasta deviznih rezervi i rasta kreditne aktivnosti. Za kratko vreme, u Srbiju je ušao veliki broj stranih privatnih banaka, donoseći svež kapital i nudeći kredite stanovništvu i privredi.

Pored aktivnosti na planu makroekonomske stabilizacije, u privredi Srbije izvršene su neophodne strukturne reforme i stvorene institucionalne pretpostavke za efikasno funkcionisanje monetarnog i fiskalnog sistema. Zaustavljeno je finansiranje budžetskog deficita direktno iz primarne emisije i zavedena finansijska i monetarna disciplina.

Izvršena je reforma bankarskog sistema uz gašenje nesolventnih banaka i ulazak velikih inostranih banaka na domaće finansijsko tržište. Početkom 2003. godine platni promet su preuzele poslovne banke a Narodna banka Srbije modernizovala je svoje poslovanje. Dinar je postao konvertibilan 15. maja 2002. godine. Podršku procesu tranzicije pružile su međunarodne organizacije i međunarodne finansijske institucije (MMF, Svetska banka, Evropska banka za obnovu i razvoj) koje su aktivno učestvovala u kreiranju ekonomske politike u Srbiji kroz savetodavnu i finansijsku pomoć i nadgledale napredak u procesu tranzicije.

Nakon prvih godina tranzicije u kojima je pažnja bila posvećena prevashodno makroekonomskoj stabilizaciji i strukturnim reformama, ekonomska politika postepeno se fokusirala i na privredni rast, pa su kao najvažniji ciljevi ekonomske politike u zvaničnim dokumentima Vlade Republike Srbije navedeni u isto vreme i “...makroekonomska stabilnost...” i “...dinamičan privredni rast...” (Memorandum o budžetu i ekonomskoj i fiskalnoj politici, 2007). Tako se sve do izbijanja svetske ekonomske krize ekonomska politika u Srbiji može okarakterisati kao *mešovita stabilizacione i razvojno usmerene ekonomske politike*. Sa izbijanjem svetske ekonomske krize 2008. godine i prenošenjem efekata krize na Srbiju krajem 2008. i početkom 2009. godine, karakter ekonomske politike se promenio, a Narodna banka i Ministarstvo finansija svoje aktivnosti su usmerile na *ublažavanje posledica krize i održanje makroekonomske i finansijske stabilnosti*, koji postaju najvažniji ciljevi ekonomske politike.

2.1. Fiskalna politika

Osnove ekonomske politike Vlade Republike Srbije definisane su *Memorandumom o budžetu i ekonomskoj i fiskalnoj politici* koji usvaja Vlade Republike Srbije u procesu pripreme i usvajanja budžeta. Ovaj dokument sadrži ekonomsku i fiskalnu politiku Vlade sa projekcijama za predstojeću budžetsku godinu i dve naredne fiskalne godine i predstavlja srednjoročni makroekonomski i fiskalni okvir na osnovu koga se donosi budžet i formulišu mere ekonomske politike. Osim u Memorandumu, ciljevi i mere

ekonomske i fiskalne politike istaknuti su i u drugim dokumentima i publikacijama Vlade Republike Srbije i Ministarstva finansija, kao što su Bilten javnih finansija Ministarstva finansija i saopštenja sa sednica Vlade.

Zakonski okvir fiskalnog sistema Republike Srbije predstavljaju Zakon o budžetskom sistemu (iz 2002. godine) i čitav niz poreskih zakona koji regulišu funkcionisanje poreskog sistema kao što su Zakon o porezu na dodatu vrednost, Zakon o doprinosima za obavezno socijalno osiguranje, Zakon o finansiranju lokalne samouprave, Zakon o porezu na dohodak građana, Zakon o računovodstvu i reviziji, a uz njih i zakoni od značaja za funkcionisanje ekonomskog i monetarnog sistema Srbije, kao što su Zakon o deviznom poslovanju, Zakon o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata i drugi zakoni.

2.1.1. Fiskalna politika 2001-2008.

U toku 2001. godine, neposredno nakon otpočinjanja reformi, izvršene su prve izmene u poreskom sistemu Srbije. Poreski sistem je pojednostavljen dok je fiskalna baza proširena. Zavedena je finansijska disciplina i preduzete su brojne mere za suzbijanje sive ekonomije. Rezultat je bio efikasnija naplata poreza i rast poreskih prihoda. Obimni naponi na suzbijanju poreske evazije i sive ekonomije nastavljeni su i u narednoj, 2002. godini, kada se beleži dalji rast fiskalnih prihoda. Udeo javnih rashoda u odnosu na društveni proizvod u 2001. i 2002. godini je smanjen u odnosu na period pre 2000. godine i iznosio je oko polovine bruto društvenog proizvoda (u periodu od 1995-2000. godine kretao se na nivou od 54% do 56% - Narodna banka Srbije, Godišnji izveštaj za 2001. godinu). Fiskalni deficit u 2002. godini iznosio je 4% bruto društvenog proizvoda. Deo deficita pokriven je prihodima od privatizacije i iz inostranih donacija a jednim delom država se zadužila kod Narodne banke Srbije.

U 2003. godini udeo javnih rashoda u bruto društvenom proizvodu je ponovo smanjen i iznosio je 45,5% dok je fiskalni deficit smanjen na 3,5%. Kao cilj postavljeno je dalje smanjenje budžetskog deficita na nivo ispod 3% (što je jedan od kriterijuma iz

Mastrihta). Takođe, „... predviđeno je dalje usavršavanje fiskalnog sistema i donošenje novih zakonskih rešenja u pravcu usklađivanja sa fiskalnim sistemom Evropske unije. Pri tom se posebno ima u vidu primena zakona o porezu na dodatu vrednost, fiskalizacija prometa u trgovini i drugim delatnostima i druga zakonska rešenja koja bi fiskalni sistem učinila efikasnijim i doprinela suzbijanju nelegalnog prometa robe i usluga“. (NBS, Godišnji izveštaj za 2003. godinu) Borba protiv sive ekonomije i poreske evazije je nastavljena.

Tokom 2004. godine udeo javnih rashoda u bruto društvenom proizvodu je bio nešto veći nego prethodne godine i iznosio je 47,4% dok je budžetski deficit iznosio 1,5% bruto društvenog proizvoda. Od ove godine preovladava opredeljenje za „čvrstu fiskalnu politiku“ a kao osnovni cilj javnih finansija postavljeno je dalje smanjivanje fiskalnog deficita na zacrtani nivo od 1,4% bruto domaćeg proizvoda. Postepeno, ekonomska politika se fokusira na ciljeve privrednog rasta, pa je tako Memorandumom o budžetu i ekonomskoj i fiskalnoj politici za 2005. kao osnovni cilj ekonomske politike do 2007. godine definisan rast bruto društvenog proizvoda od 5% prosečno godišnje (i postepeno smanjivanje stope inflacije na manje od 5%).

Kao osnovne ciljeve ekonomske politike u 2005. Vlada Republike Srbije definisala je zadržavanje relativno visokog rasta društvenog bruto proizvoda, povećanje izvoza i smanjenje deficita tekućeg računa platnog bilansa (Bilten javnih finansija, januar – februar 2006.). Osnovni cilj fiskalne politike bio je smanjenje javne potrošnje i uravnoteženje budžeta. Ove godine je u republičkom budžetu ostvaren suficit, što je bio presedan u novijoj ekonomskoj istoriji Srbije (suficit je iznosio oko 2% bruto društvenog proizvoda).¹⁰⁷ Ostvareni suficit iskorišćen je za otplatu javnog duga. Ove godine se počelo sa primenom poreza na dodatu vrednost, čime je „... zaokružena fiskalna reforma“ (Bilten javnih finansija, januar 2005.). Udeo javnih rashoda u bruto društvenom proizvodu je smanjen i iznosio je 41,8%.

¹⁰⁷ Ako se suficit posmatra kao procenat od bruto domaćeg proizvoda umesto od bruto društvenog proizvoda, suficit je iznosio 0,3% bruto domaćeg proizvoda. Iako je Republički zavod za statistiku počeo sa obračunom bruto domaćeg proizvoda 2005. godine, još neko vreme su paralelno izračunavani i objavljivani podaci i za bruto društveni proizvod a sve ekonomske i fiskalne veličine izražavane u procentima od bruto društvenog proizvoda. Od 2007. obračunava se samo bruto domaći proizvod.

Od 2006. godine fiskalna politika dobija ekspanzivan karakter. Iako je za 2006. godinu bio planiran suficit budžeta, ostvaren je deficit u iznosu od 2,5% bruto društvenog proizvoda (ili 1,9% bruto domaćeg proizvoda), dok je udeo javnih rashoda u bruto društvenom proizvodu porastao i iznosio je 44,2%.

U Memorandumu o budžetu i ekonomskoj politici za 2008. godinu konstatovano da :
„U Republici Srbiji, u periodu od 2001. do 2006. izvršena je sveobuhvatna reforma javnih finansija, donošenjem novog zakonodavnog okvira i izgradnjom novih i modernizacijom postojećih institucija. Sprovedene fiskalne reforme ključno su doprinele uspostavljanju makroekonomske stabilnosti i stvaranju pogodnih uslova za investiranje i rast privrede. ... U celokupnom ovom periodu vođena je čvrsta monetarna i fiskalna politika koja je trebalo da obezbedi osnovu za makroekonomsku stabilnost.“
(Memorandum o budžetu i ekonomskoj i fiskalnoj politici, 2007.) U jednom momentu se, međutim, od takve čvrste politike odstupilo: *„U drugoj polovini 2006. godine značajno je povećana javna potrošnja, čime je napravljeno odstupanje od čvrste fiskalne politike koja je realizovana od sredine 2004. godine. Osim toga, u drugoj polovini 2006. potpisani su protokoli i ugovori i doneti su zakoni na osnovu kojih je značajno povećan nivo javne potrošnje u 2007. godini, dok su prihodi smanjeni. Procenjuje se da je prvenstveno usled navedenih mera učešće konsolidovanih javnih rashoda u BDP – u u 2007. godini povećano u odnosu na prethodnu godinu za 3,3 procentna poena, dok je neto rezultat (suficit/deficit) pogoršan za oko 2,2 procentna poena BDP – a. Rezultat ekspanzivne fiskalne politike, u kombinaciji sa prekomernim rastom zarada i kreditnom ekspanzijom je ubrzan rast domaće tražnje, počev od poslednjeg kvartala 2006. godine. Ekspanzija tražnje je najvećim delom prenet na povećanje spoljnotrgovinskog deficita, a u manjoj meri je „povukla“ domaću privrednu aktivnost, dok su cene ostale stabilne. S obzirom na to da je ostvareni nivo spoljnotrgovinskog deficita dugoročno neodrživ, neophodno je preduzeti miks mera za njegovo smanjenje...“* (Memorandum o budžetu i ekonomskoj i fiskalnoj politici, 2007.) Predloženi set mera obuhvatio je snažno fiskalno prilagođavanje kroz smanjenje javnih rashoda, a ključne mere za smanjenje javne potrošnje bile su: zamrzavanje fonda plata zaposlenih u javnom sektoru, smanjenje rashoda za robe i usluge budžeta, smanjenje subvencija, smanjenje javnih investicija budžeta. Ovim merama problem je delimično

rešen a budžetski deficit u 2007. godini smanjen je na 1,7% bruto domaćeg proizvoda (videti tabelu IV-1).¹⁰⁸

U Tabeli IV-4 prikazana je struktura konsolidovanih javnih rashoda u periodu 2005-2007.

Tabela IV-4 Konsolidovani rashodi sektora države u periodu 2005-2007, u % BDP – a

	2005.	2006.	2007.
Javni rashodi	41,8	45,1	45,2
1. Tekući rashodi	38,7	40,5	39,6
1.1. Rashodi za zaposlene	10,1	10,3	10,2
1.2. Kupovina roba i usluga	6,3	6,8	7,2
1.3. Otplata kamata	1,0	1,5	0,8
1.4. Subvencije	3,2	2,8	2,7
1.5. Socijalna pomoć i transferi stanovništvu	17,0	18,2	17,6
1.6. Ostali tekući rashodi	1,1	0,9	1,0
2. Kapitalni rashodi	2,7	4,1	5,0
3. Neto budžetske pozajmice	0,3	0,5	0,7

Izvor: Ministarstvo finansija, Memorandum o budžetu i ekonomskoj i fiskalnoj politici za 2009. godinu sa projekcijama za 2010. i 2011. godinu

U 2008. godini percipirane su promene u svetskoj privredi i njihov negativan uticaj na ekonomiju Srbije pa glavni cilj ekonomske politike postaje održavanje makroekonomske i finansijske stabilnosti (Memorandum o ekonomskoj i finansijskoj politici, 2008). Predviđene mere ekonomske i fiskalne politike obuhvatile su nastavak fiskalnog prilagođavanja. Značajna pažnja u procesu fiskalnog prilagođavanja posvećena je strukturi javnih rashoda. Konstatovano je da „ ... *Preko 60% ukupne javne potrošnje čine zarade zaposlenih i socijalni transferi stanovništvu. Socijalni i drugi transferi stanovništvu su zakonski određeni, i po tom osnovu u kratkom roku nepromenljivi ... Od ostalih tekućih rashoda - bez zarada i socijalnih transfera, gotovo polovina je takođe nediskreciona ili teško promenljiva u kratkom roku (kamate, stalni troškovi i dr.), iz čega proizilazi da je između 75% - 80% javne potrošnje unapred predodređeno i da je fiskalni prostor za značajniju izmenu politika javnih rashoda u kratkom roku minimalan.*“ (Memorandum o budžetu za 2009. godinu). Ovaj prostor je ipak potražen u promeni odnosa između tekućih rashoda i kapitalnih rashoda u korist

¹⁰⁸ U Tabeli IV-1 prikazan je budžetski deficit u procentima od bruto domaćeg proizvoda za čitav period 2001-2011. godine.

kapitalnih rashoda, kako bi se otvorio prostor za neophodna infrastrukturna ulaganja, a pored toga, u smanjenju pojedinih stavki unutar tekućih rashoda (kao što je kupovina roba i usluga i drugi rashodi diskrecionog karaktera).

Za period 2009-2011. godine planirano je vođenje čvrste fiskalne politike i dalje smanjenje budžetskog deficita: „*Prioriteti fiskalne politike biće fiskalno prilagođavanje kojim će se u periodu 2009-2011. godine značajno smanjiti učešće javne potrošnje u BDP, nastavak reformi poreskog sistema i značajnije unapređenje upravljanja javnom potrošnjom. Smanjenje javne potrošnje i fiskalnog deficita, naročito deficita republičkog budžeta, predstavlja ključnu polugu za smanjenje domaće tražnje i posledično smanjenje inflacije, uvoza i spoljnotrgovinskog deficita u narednim godinama.*“ (Memorandum o budžetu i ekonomskoj i fiskalnoj politici za 2009. godinu sa projekcijama za 2010. i 2011. godinu) Ovo, međutim, nije u potpunosti ostvareno. Pod pritiskom krize budžetski deficit je nastavio da raste a javna potrošnja je dodatno povećana.

2.1.2. Sporazum Narodne banke Srbije i Vlade Republike Srbije o ciljanju (targetiranju) inflacije

Tokom 2007. godine u ekonomskom i monetarnom sistemu Srbije izvršene su pripreme za usvajanje novog okvira monetarne politike i prelazak na režim inflacionog targetiranja. Ove pripreme osim aktivnosti Narodne banke Srbije, obuhvatile su i aktivno učešće Vlade Republike Srbije i Ministarstva finansija. Tako je 2008. godine usvojen *Sporazum Narodne banke Srbije i Vlade Republike Srbije o ciljanju (targetiranju) inflacije*, kojim je precizirana uloga Narodne banke Srbije, Vlade Republike Srbije i Ministarstva finansija u novom režimu monetarne politike.

Ovim Sporazumom Vlada Republike Srbije obavezala se da će sprovoditi održivu i predvidivu fiskalnu politiku u skladu sa ciljanom inflacijom, da će pravoremeno obavestavati javnost i Narodnu banku o promenama u ekonomskoj politici koje mogu uticati na ostvarenje ciljane inflacije, naročito o promenama koje su u vezi sa

regulisanjem tržišta i budžetom. Takođe, prema Sporazumu, Vlada i Narodna banka saglasne su da sarađuju u stvaranju institucionalnih uslova neophodnih za režim inflacionog targetiranja, uslova koji obezbeđuju nezavisnost Narodne banke, podsticanje razvoja finansijskog tržišta i jačanje poverenja u nacionalnu valutu.

Zbog čega je važno aktivno učešće Vlade i Ministarstva finansija u novom režimu monetarne politike? „*U režimu ciljanja inflacije koordinacija monetarne i fiskalne politike je od ključnog značaja, budući da njihova potencijalna nekonzistentnost može da ugrozi ne samo ostvarenje cilja već i kredibilitet samog režima inflatornog targetiranja. Jasno je da Vlada ima značajan uticaj na inflaciju, s obzirom na relativno visoko učešće proizvoda čije cene direktno ili indirektno kontroliše, kao i činjenicu da ima ključnu ulogu u obezbeđivanju pravnog i institucionalnog okvira koji utiču na stabilnost cena*“ (Memorandum Narodne banke Srbije o ciljanju (targetiranju) inflacije kao monetarnoj strategiji, decembar 2008). Sporazumom je predviđeno da Vlada objavi numeričke smernice za rast cena proizvoda i usluga na koje Vlada utiče direktno ili indirektno za period 2009-2011. i ove smernice ubrzo su objavljene. Prema ovim smernicama, rast cena proizvoda i usluga na koje Vlada utiče direktno ili indirektno iznosiće u 2009. godini oko 13% ($\pm 2\%$), u 2010. oko 9% ($\pm 2\%$) i u 2011. oko 7% ($\pm 2\%$). Vlada smatra da su ove smernice u saglasnosti sa predviđenom fiskalnom politikom i u skladu sa potrebom postizanja i održavanja srednjoročne stabilnosti cena.

Prema sporazumu sa Narodnom bankom, Vlada Republike Srbije će sa svoje strane učiniti sledeće:

- sprovođiće održivu i predvidivu fiskalnu politiku u skladu sa ciljanim stopama inflacije;
- vršiće korekciju cena proizvoda i usluga koje su u njenoj nadležnosti u skladu sa objavljenim numeričkim smernicama.

Sa svoje strane, Narodna banka Srbije će sprovođiti monetarnu politiku na dosledan i predvidiv način, kako bi se izbegle nepotrebne makroekonomske fluktuacije. Narodna banka će Vladu i javnost redovno obavestavati o ispunjavanju svojih ciljeva i preduzetim merama da se ti ciljevi ostvare. U te svrhe, Narodna banka će koristiti

tromesečnu publikaciju *Izveštaj o inflaciji*. U slučaju da odstupanje inflacije od utvrđenog cilja traje više od šest uzastopnih meseci, Narodna banka će Vladu pismeno obavestiti o razlozima ovog odstupanja, o merama koje se moraju preduzeti i o vremenu potrebnom da se infalacija vrati u ciljani raspon.

Prema Sporazumu, Vlada i Narodna banka Srbije saglasne su da, u skladu sa dogovorenim okvirom monetarne politike, Narodna banka Srbije sprovodi režim rukovođeno fleksibilnog deviznog kursa. Vlada i Narodna banka konstatuju da ciljanje inflacije predstavlja najadekvatniji monetarni režim za ostvarenje stabilnosti cena u Republici Srbiji, kao i za omogućavanje dugoročno održivog rasta privrede i njenog ravnomernog razvoja.

2.2. Monetarna politika

U periodu od 2001. do 2006. godine Narodna banka vodila je monetarnu politiku tako što svake godine koncipira *Program monetarne politike* u kome se definišu ciljevi monetarne politike i ocenjuje tempo rasta novca i kredita potreban da bi se ostvarila projektovana stopa inflacije. Tokom godine prate se ostvarena kretanja, upoređuju sa projektovanim i u slučaju delovanja nepredviđenih faktora, revidiraju se prognoze. Na snazi je bio *monetarni režim targetiranja monetarnih agregata*, u kome, „... polazeći od ciljeva i pretpostavki o relevantnim makroekonomskim pokazateljima, utvrđuju se kvantitativni zadaci monetarne politike u pogledu rasta neto devizne aktive i neto domaće aktive Narodne banke, i mogućeg zaduženja države kod bankarskog sektora”. (Godišnji izveštaj Narodne banke Srbije, 2002: 30) Projekcije monetarnih agregata zasnovane su na ciljevima monetarne politike (održanje stabilnog kursa dinara, svođenje stope inflacije na planirani nivo, rast deviznih rezervi) i na relevantnim makroekonomskim pokazateljima kao što su rast nominalnog i realnog bruto domaćeg proizvoda, deficit spoljnotrgovinskog bilansa, brzina opticaja novca, priliv stranog kapitala i rast deviznih rezervi. Monetarna politika i projekcija monetarnih agregata polaze od ciljeva i pretpostavki na kojima se zasniva ekonomska politika sadržana u *Memorandumu o budžetu, ekonomskoj i fiskalnoj politici*. Na osnovu ovog

dokumenta, formuliše se **Program monetarne politike** i ciljevi monetarne politike u predstojećem periodu. Ostvareni rezultati u pogledu rasta monetarnih agregata, stope inflacije, rasta deviznih rezervi, instrumenata monetarne politike i drugih pokazatelja rada i poslovanja Narodne banke rezimiraju se na kraju godine u **Godišnjem izveštaju Narodne banke**.

Od kraja 2006. i početka 2007. godine, monetarna politika Narodne banke zasniva se na **Memorandumu Narodne banke Srbije o principima novog okvira monetarne politike na putu ka ostvarenju ciljeva niske inflacije**, koji je Monetarni odbor Narodne banke usvojio 30.08.2006. godine. Memorandumom su definisani principi monetarne politike u prelaznom periodu, odnosno, do prelaska na **monetarni režim inflacionog targetiranja** 01.01.2009. godine. Novi okvir monetarne politike sadržao je elemente ciljanja inflacije i predstavljao je pripremu za prelazak na režim inflacionog targetiranja. U prelaznom periodu, do prelaska na monetarni režim inflacionog targetiranja 2009., Narodna banka se opredelila za baznu inflaciju kao osnovni cilj. Ciljana stopa bazne inflacije zatim predstavlja numeričku smernicu za monetarnu politiku Narodne banke. O načinu sprovođenja monetarne politike i merama preduzetim u cilju održavanja inflacije u okvirima zacrtanog koridora javnost se obaveštava putem **Izveštaja o inflaciji** koji se od 2006. godine publikuje kvartalno.

Principi i ciljevi monetarne politike zatim su u 2007. godini konkretizovani u **Memorandumu Narodne banke Srbije o utvrđivanju ciljane stope inflacije za 2008. godinu**. Krajem 2008. godine Narodna banka potpisala je sa Vladom Republike Srbije **Sporazum Narodne banke Srbije i Vlade Republike Srbije o ciljanju (targetiranju) inflacije**. Na osnovu ovog sporazuma, Narodna banka Srbije usvojila je **Memorandum o ciljanju (targetiranju) inflacije kao monetarnoj strategiji** 22. decembra 2008. godine.

2.2.1. Instrumenti monetarne politike Narodne banke Srbije

Na početku perioda tranzicije i reformi, Narodna banka Srbije još uvek se oslanjala na klasične instrumente monetarne politike kao što su **obavezna rezerva** i **operacije na**

primarnom tržištu hartija od vrednosti. Osnovni oblik operacija na primarnom tržištu hartija od vrednosti bile su aukcijske prodaje blagajničkih zapisa Narodne banke, čime je Narodna banka sterilisala (povlačila) viškove likvidnih sredstava banaka kada je to bilo potrebno. Krajem 2001. godine, u dogovoru sa Međunarodnim monetarnim fondom, počele su pripreme za uvođenje novog instrumentarijuma monetarne politike koji bi više bio u skladu sa tržišnim načinom monetarnog regulisanja kakav postoji u savremenim tržišnim ekonomijama. U toku 2001. je izvršena transformacija instrumenta obavezne rezerve, tako što je proširena osnovica za obračun obavezne rezerve (uključivanjem deviznih depozita u osnovicu), uz smanjenje stope obavezne rezerve (Godišnji izveštaj NBS, 2001: 16). Tokom 2002. godine, po ugledu na centralne banke razvijenih tržišnih ekonomija, Narodna banka je uvela **kreditne i depozitne olakšice** kao novi mehanizam regulisanja likvidnosti bankarskog sistema. Banke su tako mogle u skladu sa svojim potrebama pozajmljivati sredstva od Narodne banke na bazi zaloge deviza, efektivnog stranog novca ili blagajničkih zapisa Narodne banke (kreditne olakšice), ili pak deponovati viškove likvidnih sredstava uz nisku kamatu (depozitne olakšice) (Godišnji izveštaj NBS, 2002: 38). Od 2004. godine kreditne olakšice su odobravane ne samo po osnovu zaloge blagajničkih zapisa Narodne banke Srbije već i po osnovu državnih zapisa i obveznica Republike Srbije emitovanih radi izmirenja obaveza po osnovu devizne štednje građana. Uključivanjem državnih hartija od vrednosti kao kolaterala, Narodna banka je nastojala da podstakne transakcije sa ovim hartijama i razvoj tržišta hartija od vrednosti.

U toku 2005. godine uvedene su dve nove kreditne linije – **lombardni i interventni kredit**. Pored kreditnih olakšica, koje se koriste za prevazilaženje problema sa likvidnošću u toku jednog dana, lombardni krediti treba da služe za prevazilaženje problema sa likvidnošću banaka u toku jednog meseca, a interventni – u toku jedne godine. Ove nove kreditne linije uvedene su ... „*Da bi Narodna banka upotpunila i zaokružila monetarni instrumentarijum za prevazilaženje likvidnosnih problema kod banaka...*“ (Godišnji izveštaj NBS, 2005: 47). Međutim, s obzirom na povećanu likvidnost bankarskog sektora, ove kredite je u 2005. godini koristio samo mali broj banaka. Šta više, zbog viška likvidnosti u sistemu u to vreme, Narodna banka je intenzivirala operacije na otvorenom tržištu radi povlačenja dela likvidnih sredstava.

Narodna banka je početkom 2005. započela sa **repo operacijama** – repo aukcijskim prodajama hartija od vrednosti, a krajem godine i sa izdavanjem sopstvenih štednih zapisa, u cilju prikupljanja slobodnih dinarskih sredstava od građana. Uvođenjem repo operacija, monetarni instrumentarijum je u potpunosti kompletiran i osavremenjen po ugledu na razvijene tržišne ekonomije.¹⁰⁹

Istovremeno sa ovim procesom uvođenja novih instrumenata monetarne politike, Narodna banka Srbije je vodila aktivnu politiku kamatnih stopa. Već 2001. godine Narodna banka je izrazila odlučnost da se u sprovođenju monetarne politike više oslanja na kamatne stope, te da se kamatne stope u većoj meri formiraju na tržišnim osnovama. (Godišnji izveštaj NBS, 2001 : 16) Monetarnom politikom bilo je predviđeno postepeno smanjenje kamatnih stopa u skladu sa smanjenjem stope inflacije i uspostavljenom stabilnošću kursa dinara. Najvažnija kamatna stopa Narodne banke u tom periodu bila je **eskontna stopa**¹¹⁰, dok su ostale aktivne i pasivne kamatne stope (kamatne stope po kojima Narodna banka naplaćuje kamatu na kredite i druge plasmane i na sopstvena potraživanja i kamatne stope po kojima plaća kamatu na položena sredstva banaka) utvrđivane u relativnim odnosima prema eskontnoj stopi. Nivo eskontne stope određivan je u zavisnosti od kretanja inflacije i kretanja opšteg nivoa kamatnih stopa.

Usvajanjem Memoranduma o novom okviru ekonomske politike u avgustu 2006. godine, Narodna banka je povećala ulogu kamatnih stopa kao instrumenta ekonomske politike. Memorandumom je predviđeno da **referentna kamatna stopa postaje kamatna stopa na dvonedeljne repo operacije**: „...kratkoročne ciljeve u pogledu kretanja inflacije Narodna banka ostvaruje politikom kamatne stope na dvonedeljne repo operacije, koja ujedno predstavlja i referentnu kamatnu stopu.“ (Godišnji izveštaj NBS, 2006: 50) Referentna kamatna stopa predstavlja glavni instrument monetarne politike, dok ostali instrumenti imaju pomoćnu ulogu i treba da doprinesu nesmetanoj transmisiji uticaja referentne kamatne stope na tržište. Referentnu kamatnu stopu podržava koridor

¹⁰⁹ U Srbiji, repo operacije kao instrument ekonomske politike još uvek nemaju onu ulogu koja im kao instrumentu ekonomske politike pripada u razvijenim tržišnim ekonomijama, gde se repo operacije koriste u smislu snabdevanje banaka dodatnim rezervama i privremenog regulisanja likvidnosti u određenim kraćim periodima, već je osnovni oblik repo operacija bila repo prodaja u cilju sterilisanja rasta novčane mase i povlačenja viškova likvidnih sredstava kako bi se smanjili inflatorni pritisci i inflacija zadržala u planiranim okvirima.

¹¹⁰ Kamatna stopa po kojoj Narodna banka vrši eskont menica.

kamatnih stopa prekonocnih trajnih olakšica koji je vezan za referentnu stopu u rasponu od ± 4 procentna poena u odnosu na referentnu stopu, tako da ... „*Utvrdivanje referentne kamatne stope i koridora kamatnih stopa oko nje dovelo bi kratkoročne stope na međubankarskom tržištu otprilike na nivo referentne kamatne stope, što bi delotvorno ograničilo njihovu fluktuaciju.*” (Memorandum Narodne banke Srbije o principima novog okvira monetarne politike, str. 8)

Uvođenje novog instrumentarijuma monetarne politike bilo je praćeno razvojem finansijskog tržišta i rastom emisije i prometa hartija od vrednosti. Uvođenje repo operacija, prelazak na novu referentnu kamatnu stopu i razvoj i jačanje finansijskog tržišta sprovedeni su kao neophodan uslov za planirani prelazak na režim inflacionog targetiranja.

U Tabeli IV-5 prikazani su instrumenti monetarne politike Narodne banke Srbije.

Tabela IV-5 Instrumenti monetarne politike Narodne banke Srbije

INSTRUMENTI I MERE MONETARNE POLITIKE		OSNOVNE KARAKTERISTIKE		KAMATNA STOPA	FREKVENCIJA	KOLATERAL	ROČNOST
INSTRUMENT	SMER						
REFERENTNA KAMATNA STOPA		Utvrdjuje je Monetarni odbor NBS u skladu sa Smernicama za utvrđivanje kamatnih stopa Narodne banke Srbije po osnovu operacija na novčanom tržištu		8,00%	Prema kalendaru sedmica Monetarnog odbora NBS	-	-
OBAVEZNA REZERVA	Povlačenje	Mera za regulisanje opšteg nivoa likvidnosti bankarskog sistema (povlačenje viška likvidnosti) Deviznu osnovicu čine i dinarske obaveze indaksirane deviznom klauzulom. Obavezno držanje sredstava na račun kod NBS po stopi od: - 5% na dinarska sredstva - 25% na devizna sredstva. Obavezna rezerva po osnovu deviznih sredstava koju davaoci linнга drže na posebnom račun u otvorenom kod banke regulisana je posebnom odlukom. Mogućnost uprosečavanja obračunata OR u obračunskom periodu (od 18. u tekucem do 17. u narednom mesecu).		- 2,50% na dinarska sredstva - 0% na devizna sredstva	Svaki dan - novi obračunski period od svakog 18. u mesecu do 17. u sledećem mesecu	Nema	Stalna obaveza
OPERACIJE NA OTVORENOM TRŽIŠTU ¹	Povlačenje i Kreiranje	Mera za regulisanje nivoa likvidnosti bankarskog sistema putem privremene (REPO) kupovine ili prodaje hartija od vrednosti. Tržišno regulisanje - uici na nivo kamatnih stopa na međubankarske pozajmice. Osnovni vid: REPO prodaja. Kliring i saldiranje: Centralni registar HoV po DVP modelu. Tip - prenos vlasništva na HoV		Referentna stopa za REPO 2 W ²	- Redovne aukcije - sredom - Vanredne aukcije (po potrebi)	- Kratkoročne HoV NBS - Kratkoročne i dugoročne dinarske i devizne HoV RS	2 W
MERE ZA FINO PODEŠAVANJE LIKVIDNOSTI BANAKA I FORMIRANJE KORIDORA KAMATNIH STOPA							
STALNE OLAKŠICE	Povlačenje	Mera kojom se omogućava bankama deponovanje viškova likvidnih sredstava kod NBS.		5,50% (referentna stopa - 2,5 p.p.)	Dnevno	Nema	Prekonoćna olakšica
DEPOZITNE OLAKŠICE	Kreiranje	Jedinstvena kreditna linija za odužavanje dnevne likvidnosti banaka na osnovu zaloga HoV, i to: - na kredit korišćen i vraćen istog radnog dana (intraday) - na kredit korišćen i vraćen narednog radnog dana (O/N-overnight pozajmice)		0% 10,50% (referentna stopa + 2,5 p.p.)	<i>Ad hoc</i>	- Kratkoročne HoV NBS - Kratkoročne i dugoročne dinarske i devizne HoV RS ³	Prekonoćna olakšica

¹ Trzistu Narodna banka Srbije sprovodi operacije na otvorenom tržištu radi povlačenja likvidnosti iz bankarskog sistema

² 2 W – dvonedeljne repo transakcije čija je ročnost od 12 do 16 dana

³ Za dugoročne devizne i dinarske HoV RS do čijeg roka dostepa nije ostalo više od jedne godine

2.2.2. Monetarna politika 2001-2008.

Prvih godina tranzicije, ciljevi monetarne politike definisani su od godine do godine u skladu sa trenutnom makroekonomskom situacijom u zemlji i specifičnim zahtevima monetarne politike. Ovi ciljevi bili su: održavanje stabilnosti deviznog kursa dinara, smanjivanje stope inflacije i njeno svođenje u planirane okvire, porast deviznih rezervi, postupno povećanje novčane mase (remonetizacija), smanjenje eskontne stope. Ciljevi su definisani u funkciji ostvarivanja osnovnog cilja Narodne banke Srbije, definisanog kao postizanje i održavanje stabilnosti cena. Pored ovog osnovnog cilja, Narodna banka je kao cilj proklamovala i očuvanje i jačanje stabilnosti finansijskog sistema. Ciljevi monetarne politike formalno su definisani članom 3. *Zakona o Narodnoj banci Srbije* iz 2003. godine.

Narodna banka se 2001. godine opredelila da „...znatnije promeni osnovne tokove emisije novca u odnosu na dotadašnju politiku”, te da se rast primarnog novca i novčane mase veže isključivo za kretanje neto devizne aktive odnosno deviznih rezervi. (Godišnji izveštaj Narodne banke Srbije, 2001) U skladu sa ovom politikom, osnovni tok kreiranja primarnog novca je neto devizna aktiva.¹¹¹ Monetarna politika zasnovana je na kreiranju primarnog novca i novčane mase pretežno po osnovu deviznih transakcija tj. rasta deviznih rezervi, obustavljanju kreditiranja banaka iz primarne emisije i limitiranju zaduženja države kod Narodne banke. I dok je rast monetarnih agregata vezan za kretanje neto devizne aktive, neto domaća aktiva uticala je na povlačenje primarnog novca – Narodna banka je koristila tokove neto domaće aktive da izvrši sterilizaciju odnosno povlačenje viškova likvidnih sredstava banaka i na taj način utiče na usporavanje njihove kreditne aktivnosti u periodima kada je to zbog viška likvidnosti u sistemu bilo neophodno (na primer, 2005. godine – Godišnji izveštaj Narodne banke Srbije , 2005: 36)

¹¹¹ Prema metodologiji Narodne banke Srbije, *novčana masa M1* obuhvata gotov novac u opticaju i transakcione depozite. *Novčana masa M2*, pored M1, uključuje i ostale dinarske depozite, kratkoročne i dugoročne. *Novčana masa M3*, pored M2, uključuje kratkoročne i dugoročne devizne depozite (bez stare devizne štednje). *Dinarski primarni novac*, to jest *primarni novac po užoj definiciji*, obuhvata gotov novac u opticaju, bankarske dinarske rezerve i rezerve drugih sektora ukoliko postoje kod Narodne banke. *Primarni novac po široj definiciji* uključuje još i *devizne depozite* banaka i drugih sektora kod Narodne banke Srbije. *Tokovi kreiranja primarnog novca prikazani su u bilansu Narodne banke Srbije na strani aktive, dok su oblici držanja primarnog novca prikazani na strani pasive.*

U toku 2001. i 2002. godine ostvaren je značajniji rast primarnog novca i monetarnih agregata. „Međutim, u uslovima stabilnog kursa dinara i smanjenja sive ekonomije, tj. vraćanja novčanih transakcija u regularne bankarske kanale, kao i većeg poverenja u ekonomsku politiku, došlo je do povećanja realne tražnje za novcem i njenog bržeg rasta od ponude novca. U takvim uslovima, zabeležen je veći nominalni rast novčane mase, i budući da se on nije odrazio na ubrzanje rasta cena, novčana masa je realno znatnije povećana, odnosno, došlo je do remonetizacije novčane mase i smanjenja brzine opticaja novca.“¹¹² (Godišnji izveštaj Narodne banke Srbije, 2001: 25) Primarni novac je povećan za 120% a novčana masa M1 (gotov novac plus depoziti po viđenju) za 114%, realno za 54,5%¹¹³ (dok je u prethodne tri godine imala realno smanjenje za 28%). Novčana masa M3 (uključuje i devizne depozite) je porasla za 84,5%. Nivo eskontne stope je zavisio od kretanja inflacije i od kretanja opšteg nivoa kamatnih stopa i tokom godine kretao se od 1% do 2% mesečno. U 2001. godini stopa inflacije iznosila je 38,7%.

U 2002. godini rast monetarnih agregata je nastavljen. Primarni novac je povećan za 67,7% a novčana masa M1 za 76% odnosno realno za 53,3%. Rast ekonomske aktivnosti bio je praćen rastom realne tražnje za novcem: „U uslovima znatnog rasta deviznih rezervi, stabilnog kursa dinara, sve veće makroekonomske stabilnosti i postepenog vraćanja poverenja u bankarski sektor nastavljena je tendencija vraćanja dela novčanih transakcija u legalne kanale platnog prometa i povećanja tražnje za novcem.“ (Godišnji izveštaj Narodne banke Srbije, 2002: 33) Rast novčane mase nije se međutim nepovoljno odrazio na inflaciju, koja je ove godine iznosila 14,8%. Novčana masa M2 povećana je 82%. Visoka stopa rasta ovog monetarnog agregata rezultat je visokog rasta štednih i oročenih dinarskih depozita kod poslovnih banaka. Novčani agregat M3 takođe beleži visok rast od 74,5%. Na rast M3, pored rasta M1 i dinarskih oročenih depozita, uticalo je i povećanje deviznih depozita (nova devizna štednja) i njihov brži rast u odnosu na dinarske depozite. Od 2002. godine eskontna stopa se utvrđivala na godišnjem nivou (umesto kao pre toga, na mesečnom nivou) i

¹¹² Realna ponuda novca M/P se povećava kada nominalna novčana masa M raste brže od rasta cena P.

¹¹³ Deflacionirano indeksom cena na malo.

prvo je utvrđena na nivou 11% godišnje da bi do kraja godine bila smanjena na 9,5% godišnje.

U 2003. godini rast monetarnih agregata je usporen: „*Polazeći od ocene da će se u 2003. godini znatnije usporiti rast tražnje za novcem i da je, u postojećim uslovima, remonetizacija u privredi u najvećoj meri završena, stope rasta osnovnih monetarnih agregata utvrđene su na znatno nižem nivou i uglavnom su bile usklađene sa rastom nominalnog društvenog proizvoda. Sa tog aspekta, u 2003. godini vođena je čvrsta monetarna politika.*“ (Godišnji izveštaj Narodne banke Srbije, 2003: 30). Primarni novac je povećan za 14% a novčana masa M1 za 11,9% nominalno, odnosno realno za 3,8%.¹¹⁴ Novčana masa M2 povećana je za 12,3% a M3 za 27,1%. Znatno veća stopa rasta ovog monetarnog agregata u odnosu na M1 i M2 rezultat je visokog rasta deviznih depozita kod poslovnih banaka a pre svega rasta devizne štednje građana. Stopa inflacije je svedena na 7,8%.

Kretanja u toku 2004. godine bila su relativno povoljna, uz rast bruto društvenog proizvoda od 7,5%, smanjenje budžetskog deficita, ali i rast uvoza, povećanje deficita tekućeg bilansa i rast inflacije. Od januara 2004. eskontna stopa je utvrđena na nivou od 8,5% godišnje i na tom nivou je ostala cele godine a takođe i u toku 2005 godine. Stopa inflacije bila je iznad projektovane od 8,5% i iznosila je 13,7%. Što se tiče rasta monetarnih agregata i karaktera monetarne politike u 2004. godini, ... „*Imajući u vidu kretanje dinarskih monetarnih agregata, moglo bi se zaključiti da je monetarna politika u 2004. godini bila umereno restriktivna, budući da je dinarski primarni novac povećan za 10% a novčana masa M1 za 12%. Međutim, šire posmatrano, uključujući i kretanja monetarnih agregata u deviznom obliku i tokove kreiranja novca, monetarna kretanja su ispoljila elemente ekspanzivnosti, što se odrazilo na ubrzanje stope inflacije i veći rast deficita tekućeg platnog bilansa.*“ (Godišnji izveštaj Narodne banke Srbije, 2004: 38) Banke su se znatnije zaduživale u inostranstvu i tako dobijene devize prodavale na deviznom tržištu, a sa druge strane, povećavale kredite privredi i stanovništvu. Dinari kreirani na taj način su u velikoj meri korišćeni za kupovinu deviza za potrebe uvoza,

¹¹⁴ Novčana masa M1 na kraju 2003. godine iznosila je 105 212 miliona dinara ili 1 540 miliona evra, računato po kursu s kraja 2003. godine.

što je doprinelo i rastu spoljnotrgovinskog deficita. Ukupan primarni novac povećan je za 28,5%, novčana masa M1 za 11,7% a M2 za 17,4%.

Šta se u stvari dešavalo? Sve do 2004. godine, domaći izvori – rast dinarske i devizne štednje, bili su osnovni izvor kreditnog potencijala banaka. U 2004. godini banke su se okrenule inostranim izvorima finansiranja, tako da sve više počinju da koriste inostrane kredite kao izvore dodatnog kreditnog potencijala. Ova sredstva banke su zatim prodavale na domaćem deviznom tržištu i na taj način dolazile do dodatnih dinarskih sredstava, koja su zatim koristile za odobravanje dinarskih kredita privredi i stanovništvu (ali uz deviznu klauzulu). Rast kreditnog potencijala banaka imao je za posledicu rast monetarnih agregata iznad rasta tražnje za novcem, što je bio faktor koji je doprineo rastu inflacije.

Kako bi suzbila inflatorne tendencije, Narodna banka planirala je za 2005. godinu restriktivnu monetarnu politiku i umeren rast monetarnih agregata. Međutim, u ovoj godini došla je do izražaja još jedna tendencija: *„Tokom 2005, u uslovima priliva kapitala po osnovu stranih direktnih investicija i preuzimanja domaćih od strane inostranih banaka, Narodna banka Srbije je kumulirala devizne rezerve kako bi sprečila apresijaciju domaće valute. Najznačajniji priliv u devizne rezerve ostvaren je po osnovu neto otkupa efektivnog stranog novca, inostranih kredita, privatizacije, izdvajanja devizne obavezne rezerve i obaveznog deponovanja nove devizne štednje, dok je najznačajniji devizni odliv zabeležen po osnovu intervencija Narodne banke na Međubankarskom deviznom tržištu, kao i izmirenja obaveza prema Međunarodnom monetarnom fondu i drugim inokreditorima. Porastu deviznih rezervi Narodne banke svakako su doprinele i niske kamatne stope u evrozoni, što je dovodilo do kretanja kapitala ka zemljama sa višim prinosima.”* (Palić, 2005: 14) Porast deviznih rezervi imao je za posledicu rast primarnog novca, a zatim i rast ostalih monetarnih agregata i pojačane inflatorne pritiske. Stopa inflacije bila je iznad projektovane i iznosila je 17,7%. Primarni novac je povećan čak za 66,9%.

U nastojanju da sterilizuje ovaj efekat rasta deviznih rezervi na primarni novac i ostale monetarne agregate, Narodna banka je intenzivno sprovodila operacije na otvorenom

tržištu, kako sopstvenim, tako i državnim hartijama od vrednosti. Cilj ovih operacija bio je da se steriliše višak likvidnosti bankarskog sistema do koga je došlo zbog povećanja primarnog novca i ostalih monetarnih agregata. Narodna banka je pored operacija na otvorenom tržištu preduzela i druge mere: povećana je stopa obavezne rezerve na devizne depozite banaka a smanjena stopa dinarske obavezne rezerve, proširena je osnovica za obračun devizne obavezne rezerve tako što su uključeni i svi krediti iz inostranstva. Cilj ovih mera je bio da se povećaju troškovi zaduživanja banaka u inostranstvu, destimuliše evroizacija privrede, te da se banke više angažuju na prikupljanju domaće štednje umesto da se zadužuju u inostranstvu. Samo po osnovu repo operacija i obavezne rezerve do kraja 2005. godine povučeno je iz sistema preko 60 milijardi dinara. Međutim, uprkos svim tim merama, monetarni agregati su značajnije povećani. (Palić, 2005: 16).

U 2006. godini nastavljena je slična tendencija: „*Visok priliv kapitala iz inostranstva i po tom osnovu kreiranje dinara odrazili su se na kretanje monetarnih agregata. Tako je rast monetarnih agregata bio veći od projektovanog, ali pri tom nije ugrozio ostvarivanje ciljeva monetarne politike. Dinarski primarni novac je povećan za 42,9% a novčana masa M2 za 47,3%. Osnovni tok koji je uticao na rast monetarnih agregata bio je neto inostrana aktiva bankarskog sektora.*“ (Godišnji izveštaj Narodne banke Srbije, 2006: 51) Priliv kapitala i investicija iz inostranstva i dalje su imali apresijacijske pritiske na kretanje kursa dinara a Narodna banka je i dalje nastojala da višak likvidnih sredstava banaka steriliše kroz operacije na otvorenom tržištu i putem obavezne rezerve. Intenzivno povlačenje novca je vršeno pre svega kroz repo operacije. Inflatorni pritisci do kraja godine su smanjeni tako da je inflacija iznosila 6,6%. Monetarna politika koja je vođena u ovoj godini kvalifikovana je od strane Narodne banke kao „*blago restriktivna*“.

Sa prelaskom na novi okvir monetarne politike (avgusta 2006.) početna referentna kamatna stopa utvrđena je na visini od 18% godišnje i do kraja godine je smanjena na 14% godišnje. Uprkos tome, obim prodaje hartija od vrednosti je rastao iz meseca u mesec. Razlog za to bio je višak likvidnih sredstava u sistemu u tom periodu i zainteresovanost banaka za plasmane u hartije od vrednosti, posebno jer je kamatna

stopa na hartije od vrednosti kojima Narodna banka sprovodi operacije na otvorenom tržištu bila realno pozitivna, što je motivisalo banke na ovaj vid ulaganja. Prodajom hartija od vrednosti, Narodna banka je vršila intenzivnu sterilizaciju viška likvidnosti koji je postojao u sistemu. Narodna banka je u tom cilju više puta u toku godine izdavala blagajničke zapise namenjene trajnoj i repo prodaji.

U 2007. godini Narodna banka je u prvoj polovini godine snižavala referentnu kamatnu stopu koja je od sredine godine utvrđena na nivou od 9,5% godišnje i na tom nivou je ostala sve do pred kraj godine, kada je zbog rasta inflatornih pritisaka povećana za 0,5 procentnih poena. „*Monetarna politika je u 2007. godini imala restriktivan karakter koji je u drugoj polovini 2006. započeo rastom referentne kamatne stope iznad trenda i otvaranjem depresijacijskog jaza realnog deviznog kursa. Restriktivna karakter monetarne politike doprineo je ostvarivanju cilja Narodne banke Srbije – da se bazna inflacija na kraju 2007. godine nađe u granicama ciljanog raspona (4-8%)*“ (Godišnji izveštaj Narodne banke Srbije, 2007: 35). Inflacija je u 2007. godini iznosila 5,4%.

U 2008. godini referentna kamatna stopa je više puta povećavana i do kraja godine određena je na nivou od 17,75% godišnje. Ovo je bio odgovor Narodne banke na ekonomsku krizu i rast inflatornih očekivanja. Rast inflatornih očekivanja u 2008. godini bio je posledica rasta cene nafte na svetskom tržištu, rasta cena poljoprivrednih proizvoda kako na svetskom, tako i na domaćem tržištu, a u poslednjem tromesečju, i posledica depresijacije dinara i prenošenja negativnih efekata svetske finansijske krize na Srbiju. Rastu inflatornih očekivanja doprinela je i ekspanzivna fiskalna politika koja je vođena u periodu 2006-2008., tako da je Narodna banka restriktivnom monetarnom politikom pokušavala da deluje u suprotnom pravcu. Rast referentne kamatne stope odrazio se i na rast ostalih kamatnih stopa koje se utvrđuju u relativnim odnosima prema referentnoj kamatnoj stopi. (Godišnji izveštaj NBS, 2008: str 18).

2.2.3. Novi okvir monetarne politike

Nakon izvršene makroekonomske stabilizacije, smirivanja inflacije i neophodnih strukturnih reformi koje su sprovedene u prvim godinama tranzicije, Narodna banka je

sredinom 2006. godine započela pripreme za uvođenje novog okvira monetarne politike, odnosno, za prelazak na režim inflacionog targetiranja. U avgustu 2006. godine Monetarni odbor Narodne banke usvojio je *Memorandum Narodne banke Srbije o principima novog okvira monetarne politike na putu ka ostvarenju ciljeva niske inflacije*, kojim su definisani principi i elementi novog okvira monetarne politike i utvrđeni ciljevi u pogledu stope inflacije za predstojeći period. Period od 2006-2008. godine predstavljao je prelazni period. U ovom prelaznom periodu, do uvođenja eksplicitnog targetiranja inflacije, Narodna banka Srbije se opredelila za *baznu inflaciju*, računatu na osnovu indeksa cena na malo, kao svoj osnovni cilj. Monetarni odbor Narodne banke Srbije je u decembru 2008. godine usvojio *Memorandum o ciljanju (targetiranju) inflacije kao monetarnoj strategiji*, kojim je formalna primena režima inflacionog targetiranja predviđena od 01. januara 2009. godine. Sa prelaskom na režim ciljanja inflacije, cilj postaje ukupna inflacija, izražena indeksom potrošačkih cena.

O razlozima za uvođenje novog okvira monetarne politike i prelazak na režim inflacionog targetiranja Narodna banka kaže sledeće: „*Izvesno je da će srpska privreda, u narednih nekoliko godina, doživeti značajne strukturalne promene, od kojih bi neke mogle da utiču i na rast cena. Pored toga, progresivno otvaranje srpske privrede (koje će sve više jačati u procesu pridruživanja EU) i visok nivo evroizacije doprinose izuzetno brznoj transmisiji inflatornih šokova. Procenjuje se da režim održavanja fiksnog deviznog kursa ili targetiranja monetarnih agregata (koji su primenjivani u prošlosti) u ovakvim uslovima ne mogu da obezbede stabilnu i nisku inflaciju.*“ (Memorandum o principima novog okvira monetarne politike, str. 4).

Prelaskom na novi okvir monetarne politike, promenilo se dosta toga u načinu vođenja monetarne politike. Osnovni instrument monetarne politike postala je referentna kamatna stopa na dvonedeljne repo operacije. Sa fokusom Narodne banke na kamatne stope i ciljanu stopu inflacije, promenio se i sam operativni postupak implementacije monetarne politike. Uvedeno je tromesečno donošenje odluka na osnovu srednjoročnog modela makroekonomskih projekcija.

Model za srednjoročne projekcije Narodne banke Srbije (Đukić, Momčilović, Trajčev, 2010) inkorporira faktore od uticaja na inflaciju i tokove preko kojih kreatori monetarne politike utiču na inflaciju putem promena referentne kamatne stope. Ključna jednačina u modelu je *funkcija reakcije monetarne politike*, koja opisuje *pravilo monetarne politike*: ukoliko je prognozirana inflacija (četiri tromesečja unapred) iznad ciljne stope inflacije, monetarna politika treba da bude restriktivna, odnosno, referentna kamatna stopa treba da bude iznad neutralne, i obrnuto.¹¹⁵ Referentna kamatna stopa zatim utiče na inflaciju preko dva kanala, kanala deviznog kursa i kamatnog kanala. Referentna kamatna stopa utiče na inflaciju sa vremenskim pomakom, zbog čega se u procesu utvrđivanja visine referentne kamatne stope posmatra prognozirana inflacija za četiri tromesečja unapred i upoređuje sa ciljnom stopom inflacije.

U novom režimu monetarne politike, Narodna banka Srbije promenama referentne kamatne stope pokušava da utiče na inflaciju preko dva kanala: deviznog i kamatnog.¹¹⁶ Kada je reč o uticaju referentne kamatne stope na inflaciju preko kamatnog kanala, *teorijski*, rast referentne kamatne stope treba da navede poslovne banke da povećaju aktivne kamatne stope zbog rasta prinosa na alternativni plasman (repo zapise). Rast kamatnih stopa deluje destimulativno na tražnju za kreditima i privrednu aktivnost, što sa svoje strane deluje deflaciono. *U praksi*, međutim, u Srbiji veliki deo sredstava banaka potiče iz inostranih izvora finansiranja, tako da kamatne stope banaka zavise pre svega od kamate po kojoj banke pribavljaju svoja sredstva u inostranstvu, na koje referentna kamatna stopa nema uticaja, pa se procenjuje da je kreditni kanal u Srbiji generalno slabiji od deviznog.

Rast referentne kamatne stope trebalo bi, *teorijski*, da utiče na devizni kurs tako što povećava atraktivnost ulaganja u repo zapise, zbog čega tražnja za dinarima raste pa domaća valuta apresira. Apresijacija zatim po definiciji deluje deflaciono tako što dovodi do pada domaće i izvozne tražnje (domaća dobra postaju relativno skuplja u

¹¹⁵ Neutralna kamatna stopa je ona kamatna stopa koja ima neutralan efekat na stopu inflacije i predstavlja zbir trenda realne kamatne stope i očekivane stope inflacije. Trend realne kamatne stope određen je trendom realnog deviznog kursa, premijom rizika, i trendom realne kamate u evrozoni.

¹¹⁶ U literaturi se navode sledeći kanali transmisije od referentne kamatne stope ka stopi inflacije: kanal deviznog kursa, kamatni kanal, kreditni kanal, kanal inflacionih očekivanja i kanal cena aktive (asset price channel) (Mishkin, 1996)

odnosu na uvozna dok u isto vreme rastu cene izvoznih proizvoda izraženih u stranoj valuti). Narodna banka naglašava uticaj promena kako nominalnog i tako i realnog deviznog kursa: nominalni devizni kurs utiče direktno na uvozne cene i inflaciju. Realni devizni kurs na cene utiče dvojako, preko realnih marginalnih troškova uvoznika i po osnovu realne apresijacije, odnosno realne depresijacije dinara i njihovog negativnog, odnosno pozitivnog uticaja na domaću i izvoznu tražnju. *U praksi*, ovi uticaji su često isprepletani sa dejstvom brojnih drugih faktora, kao što je bio slučaj 2008. godine, kada je referentna kamatna stopa bila na visokom nivou a ipak je došlo do depresijacije dinara kao rezultat turbulencija na deviznom tržištu, povlačenja kapitala i rasta premije rizika usled svetske finansijske krize. (Godišnji izveštaj Narodne banke Srbije, 2008: 35)

Iako proizvodni jaz nije eksplicitno uključen u funkciju reakcije monetarne politike, prilikom odlučivanja o visini referentne kamatne stope Narodna banka vodi računa i o uticaju kamatne stope na ekonomsku aktivnost, kao što je to bio slučaj u jeku svetske finansijske krize krajem 2008. godine. Nakon što je krajem godine referentna kamatna stopa određena na nivou od 17,75% godišnje, Narodna banka nije više dodatno povećavala stepen restriktivnosti „...da ne bi ugrozila ekonomsku aktivnost“. (Godišnji izveštaj Narodne banke Srbije, 2008: 17)¹¹⁷

Slabljenje efekata svetske ekonomske krize, usporavanje inflacije i slabljenje inflatornih očekivanja u 2009. godini imali su za posledicu smanjenje referentne kamatne stope. Referentna kamatna stopa je više puta smanjivana sve do nivoa od 9,5% godišnje krajem godine, a Narodna banka je planirala ekspanzivan karakter monetarne politike i u 2010. godini: „*Izvesno je da će se u 2010. godini ekonomska aktivnost oporaviti, ali će taj oporavak biti nedovoljan i monetarna politika će najverovatnije ostati ekspanzivna tokom cele godine.*“ (Godišnji izveštaj Narodne banke Srbije, 2009: 56)

U 2010. monetarna politika je imala ekspanzivan karakter u prvoj polovini godine, da bi u drugoj polovini ponovo poprimila restriktivan karakter. Referentna kamatna stopa do

¹¹⁷ Pored toga, od značaja je bila i činjenica da se krajem 2008. godine Narodna banka fokusirala na novi cilj – umesto na baznu inflaciju, na rast potrošačkih cena, koji je zahtevao niži stepen restriktivnosti.

kraja godine povećana na je na 11,5%. Uprkos tome, zbog uticaja svetske ekonomske krize i rasta cena hrane na svetskom tržištu, došlo je do rasta cena tako da je inflacija krajem godine iznosila 10,3% što je bilo iznad zacrtanog cilja za 2010. godinu od $\pm 6\%$. Radi obuzdavanja inflatornih očekivanja, Narodna banke je i početkom 2011. godine nastavila sa restriktivnom monetarnom politikom, da bi od sredine 2011. započela sa postepenim ublažavanjem tako da je referentna kamatna stopa snižena do kraja godine na 9,75%. Nastavljen je pad inflacije i pad inflacionih očekivanja tako da je inflacija do kraja godine iznosila 7%, ali je oporavak ekonomske aktivnosti bio spor uz stopu rasta bruto domaćeg proizvoda od svega 1,6%.

2.2.4. Politika deviznog kursa

Od 2001. godine Narodna banka Srbije sprovodi politiku rukovođeno fleksibilnog deviznog kursa. Do promene deviznog režima došlo je na osnovu *Odluke o utvrđivanju režima kursa dinara* iz 2001. godine. Principi nove devizne politike definisani su *Odlukom o deviznoj politici i projekciji platnog bilansa za 2001. godinu*. Nova devizna politika zasnovana je na opredeljenju za uključivanje u međunarodnu zajednicu i na normalizaciji odnosa sa međunarodnim finansijskim institucijama. Ciljevi nove devizne politike bili su: legalizacija novčanih tokova, vraćanje poverenja u nacionalnu valutu, rast deviznih rezervi, očuvanje stabilnosti deviznog kursa. Donet je čitav niz mera i propisa iz oblasti deviznog poslovanja koji su trebali da omoguće ostvarivanje ovih ciljeva i efikasno sprovođenje nove devizne politike. Kurs dinara na Međubankarskom deviznom tržištu formirao se u osnovi na bazi ponude i tražnje za devizama, s tim što je Narodna banka intervenisala na deviznom tržištu prema potrebi, prvenstveno prodajom deviza.

U početku, režim rukovođeno fleksibilnog deviznog kursa trebalo je da obezbedi formiranje deviznog kursa pod uticajem odnosa ponude i tražnje i eliminisanje neregularnog deviznog tržišta. Tokom vremena istaknuti su i drugi argumenti u korist režima rukovođeno fluktuirajućeg deviznog kursa, pre svega taj da „...*Fluktuiranje nominalnog deviznog kursa pojačava prilagodljivost i ublažava efekte mogućih*

šokova.“ (Memorandum Narodne banke Srbije o principima novog okvira monetarne politike, 2006), što se kasnije ispostavilo kao veoma korisno u uslovima Svetske ekonomske krize.

U prvim godinama tranzicije, devizni kurs je korišćen kao nominalno sidro, kako bi se smanjila inflatorna očekivanja i spustila stopa inflacije. Narodna banka je pre svega nastojala da obezbedi stabilnost kursa, tako da „... *promena odnosa vrednosti između dinara i marke bude po mogućnosti što manja, u cilju vraćanja poverenja u nacionalnu valutu, usporavanja brzine opticanja novca, smanjenja inflacije i opadanja inflacionih očekivanja.*” (Godišnji izveštaj Narodne banke Srbije, 2001: 36) Kasnije su ciljevi politike deviznog kursa definisani nešto šire. Politika deviznog kursa je i dalje vođena prevashodno u funkciji održanja cenovne stabilnosti ali je pri tome Narodna banka vodila računa o uticaju kursa na platnobilansna kretanja i unapređenju konkurentskog položaja Srbije: „... *Narodna banka se s jedne strane, rukovodila potrebom ostvarivanja svog primarnog cilja – niske i stabilne stope inflacije, a sa druge, potrebom ostvarivanja srednjoročno održive platno-bilansne pozicije zemlje.*“ (Godišnji izveštaj Narodne banke Srbije, 2005: 60) Narodna banka je imala u vidu uticaj deviznog kursa na konkurentski položaj Srbije i mogućnosti da se taj položaj unapredi putem depresijacije, ali je u isto vreme bila svesna ograničenja takve politike: ... „*To znači da je unapređenje cenovne konkurentnosti izvoza Srbije, putem realne depresijacije kursa dinara prema evru moralo biti ograničeno na veoma uzak trade-off koji ni po koju cenu nije smeo da podstakne inflatorna očekivanja u uslovima visokog pritiska na rast inflacije izazvanog eksternim faktorima...*“ (Godišnji izveštaj Narodne banke Srbije, 2004: 64) Ipak, sama Narodna banka konstatuje da su problemi izvoza Srbije prevashodno vezani za faktore necenovne konkurencije (kvalitet proizvoda, poštovanje standarda, prepoznatljivost trgovačke marke, dizajn i pakovanje) tako da depresijacija dinara posle određenog nivoa ne bi imala efekta na rast izvoza, već bi samo negativno delovala na rast inflacije i inflatornih očekivanja. (Godišnji izveštaj Narodne banke Srbije, 2004: 66)

Nakon što je dve godine uzastopno dinar realno depresirao u odnosu na evro (u 2003. godini 4,9% a u 2004. godini 3,8%), u uslovima povećanog priliva deviza u zemlju (uz

znatno smanjenu tražnju za devizama), u 2005. godini dinar je realno apresirao i prema evru 6,5% i u odnosu na analitičku korpu valuta 3,5%.¹¹⁸ (Godišnji izveštaj Narodne banke Srbije, 2005: 61). U 2006. godini nastavljena je apresijacija kursa dinara prema evru kao posledica visokog priliva kapitala: „*Nominalna apresijacija kursa dinara prema evru, posebno izražena od sredine godine, može se objasniti visokim suficitom kapitalnog bilansa, koji je i u poslednjem tromesečju premašio potrebe finansiranja deficita tekućih transakcija. Visok neto kapitalni priliv registrovan u četvrtom tromesečju pre svega je posledica visokog priliva po osnovu stranih direktnih investicija, kapitalnih transakcija, ali i zaduživanja u inostranstvu, zahvaljujući povoljnijim uslovima zaduživanja i pribavljanja sredstava (po osnovu višeg kreditnog rejtinga i smanjenja premije rizika). Na takav priliv kapitala uticale su i visoke kamatne stope na domaćem tržištu koje su ulaganja u dinarske instrumente činile veoma atraktivnim, posebno imajući u vidu kretanje deviznog kursa.*“ (Godišnji izveštaj Narodne banke Srbije, 2006: 27)

Sa prelaskom na novi režim monetarne politike 2006. godine, Narodna banka počinje postepeno da se povlači sa deviznog tržišta, prepuštajući devizni kurs više tržišnom delovanju.¹¹⁹ Narodna banka više ne vrši česte i značajne intervencije na deviznom tržištu u cilju postizanja određenog nivoa deviznog kursa već se njeno delovanje ograničava na intervencije u cilju sprečavanja preteranih dnevnih oscilacija. „*Novi okvir monetarne politike podrazumeva postojanje slobodno fluktuirajućeg deviznog kursa sa mogućnošću povremenih intervencija i to samo u cilju ublažavanja negativnih efekata privremenih šokova i sprečavanja preteranih dnevnih oscilacija.*“ (Vilaret, Pješčić, Đukić, 2009: 58) Ovo je, praktično, režim „rukovođeno fluktuirajućeg deviznog kursa sa tendencijom ka slobodnom fluktuiranju“.

Tokom 2007. godine, u prvoj polovini godine, preovladavali su depresijacijski pritisci, dok je u drugoj polovini godine dinar apresirao. Pred kraj godine zabeležene su dve

¹¹⁸ U izračunavanju efektivnog deviznog kursa analitička korpa valuta obuhvata evro i dolar u odnosu 80:20 do 2006. a od 2007. u odnosu 70:30.

¹¹⁹ U januaru 2006. učešće Narodne banke Srbije na Međubankarskom deviznom tržištu bilo je 54% a od sredine maja te godine do početka avgusta 2008. Narodna banka se nije više pojavljivala na Međubankarskom deviznom tržištu tako da se devizni kurs u potpunosti formirao na osnovu trgovine devizama između poslovnih banaka. (Vilaret, Pješčić, Đukić, 2009: 58)

oštrije depresijacije dinara kao posledica prvih nagoveštaja svetske ekonomske krize i psiholoških faktora, a zatim i manje ponude deviza u odnosu na tražnju. Na kraju perioda, dinar je ipak zabeležio realnu apresijaciju prema evru za 6,5% a u odnosu na analitičku korpu valuta 10,1%. (Godišnji izveštaj Narodne banke Srbije, 2007: 36-37) U 2008. godini Narodna banka Srbije je vodila restriktivnu monetarnu politiku kako bi ublažila inflatorne pritiske a dinar je realno depresirao prema evru 4,3%, dok je realan efektivni devizni kurs depresirao za 4,9%. Uzroci depresijacije su bili politički faktori i uticaj svetske ekonomske krize. Pri tome, „ ... *dodatni pritisak na deviznu likvidnost banke su pretrpele i po osnovu povlačenja devizne štednje građana, kao i otplate dela obaveza privrede, banaka i javnog sektora prema inostranstvu.*“ (Godišnji izveštaj Narodne banke Srbije, 2008: 36) U 2009. godini dinar je prema evru depresirao realno za 2,4% a u odnosu na analitičku korpu valuta 2,3%. Oscilacije kursa i pritisak na banke bili su veliki pa je Narodna banka često intervenisala na deviznom tržištu kako bi sprečila preterane dnevne oscilacije kursa. U toku godine tražnja za devizama se stabilizovala i došlo je do povratka devizne štednje građana u bankarski sistem. (Godišnji izveštaj Narodne banke Srbije, 2009: 48)

U novom režimu ekonomske politike, nakon 2008. godine, Narodna banka sprovodi režim rukovođeno fleksibilnog deviznog kursa sa mogućnošću intervencije u slučaju većih dnevnih oscilacija na deviznom tržištu, ugroženosti finansijske i cenovne stabilnosti i zaštite deviznih rezervi. Devizni kurs više nije instrument monetarne politike već postaje indikator transmissionog mehanizma monetarne politike: „*U novom okviru monetarne politike devizni kurs menja svoju ulogu, tako da više ne predstavlja instrument, već postaje indikator transmisije monetarne politike. Praćenje deviznih kretanja će i dalje biti važno za utvrđivanje glavnih referentnih stopa, budući da devizni kanal sada predstavlja apsolutno najjači kanal kroz koji se utiče na inflaciju. Međutim, u tom smislu neće se utvrđivati nikakvi numerički ciljevi ili ciljne vrednosti za devizni kurs, tj. stopu njegove promene.*“ (Memorandum o ciljanju (targetiranju) inflacije kao monetarnoj strategiji, 2008) Memorandumom o novom okviru monetarne politike u predstojećem srednjoročnom periodu planiran je prelazak na plivajući devizni kurs, na čije formiranje će uticati osnovna ekonomska kretanja, inflaciona kretanja, kao i kratkoročna kretanja ponude i tražnje i signali o kretanjima na tržištu.

U toku 2010. godine dinar je realno oslabio prema evru 1,8% a realna efektivna depresijacija iznosila je 3,1%. Depresijacija je bila posledica povećanja premije rizika zemlje i nižeg priliva kapitala. (Godišnji izveštaj Narodne banke Srbije, 2010: 26) Depresijacija dinara treću godinu zaredom je imala pozitivne efekte na poboljšanje konkurentnosti srpske privrede, ali su bili prisutni i negativni efekti, kao što su rast troškova servisiranja javnog i privatnog duga i uticaj na rast inflacije, koja je bila iznad ciljane stope, što je izazvalo određeno nezadovoljstvo politikom deviznog kursa u široj javnosti. Narodna banka je, međutim, ostala na liniji svoje politike i nije pravila ustupke u tom smislu. U 2011. godini dinar je realno apresirao prema evru 4,6% dok je realan efektivni devizni kurs apresirao 4,4%. Apresijacija dinara bila je rezultat smanjenja premije rizika zemlje i većeg priliva kapitala u vidu portfolio investicija, kao i otkupa deviza od nerezidenata (Godišnji izveštaj Narodne banke Srbije, 2011: 1

2.3. Karakter ekonomske politike: empirijsko istraživanje

U nastavku rada biće predstavljeni rezultati empirijskog istraživanja koje je sprovedeno sa ciljem da se ispita ciklični karakter ekonomske politike u Srbiji u periodu 2001-2011. godine i analizira uticaj ekonomske politike na ciklične fluktuacije u ekonomskoj aktivnosti. Empirijsko istraživanje sastojalo se od analize cikličnog kretanja značajnih makroekonomskih varijabli – indikatora monetarne i fiskalne politike koje odražavaju mere ekonomske politike u Srbiji. Na osnovu analize cikličnog kretanja ovih varijabli i korelacije sa agregatnim ciklusom, ispitano je da li je ekonomska politika od 2001 – 2011. godine bila kontraciklična ili prociklična i u kojim svojim segmentima. U istraživanju su korišćene sledeće varijable: novčana masa M2, indeks cena na malo, indeks potrošačkih cena i realan efektivni devizni kurs na strani monetarne, i serije javnih prihoda i javnih rashoda na strani fiskalne politike.

Empirijsko istraživanje izvršeno je po ugledu na inostrana empirijska istraživanja poslovnih ciklusa i cikličnog karaktera ekonomske politike u ekonomijama u razvoju i ekonomijama sa nastajućim tržištima (Agénor, McDermott, Prasad, 2000; Rand, Tarp

2001; Lane, 2003a).¹²⁰ Korišćeni su i rezultati empirijskog istraživanja ekonomskih fluktuacija u zemljama Centralne i Istočne Evrope (Benczúr, Rátfai, 2005), što je grupa zemalja za koju su poređenja sa Srbijom relevantna. Po ugledu na ova istraživanja, izvršena je analiza cikličnog kretanja makroekonomskih varijabli – indikatora ekonomske politike u Srbiji, a zatim je posmatrana kros-korelacija sa agregatnim ciklusom.

2.3.1. Definicije i metode

U empirijskom istraživanju korišćene su varijable koje odražavaju dejstvo ekonomske politike: novčana masa M2, indeks cena na malo i realan efektivni devizni kurs kao indikatori monetarne politike i serije javnih prihoda i javnih rashoda – primanja i izdavanja budžeta Republike Srbije, kao indikatori fiskalne politike. Makroekonomske varijable izabrane su tako da, pre svega, budu reprezentativne za određenu politiku koju predstavljaju, a zatim iz razloga uporedivosti, kako bi se rezultati istraživanja mogli uporediti sa rezultatima inostranih empirijskih istraživanja u kojima su takođe korišćene ove varijable.

U istraživanju su korišćeni podaci vremenskih serija Republičkog zavoda za statistiku, Ministarstva finansija i Narodne banke Srbije. Korišćeni su kvartalni podaci serija. Posmatran je period od prvog kvartala 2001. do četvrtog kvartala 2011. godine. Ovo je period u kome se prvi put u Srbiji u dužem vremenskom periodu vodila jedna relativno konzistentna makroekonomska politika, tako, da se karakter i rezultati primene ove politike mogu rezimirati. U cikličnom pogledu, ovaj period obuhvata dve poslednje recesije u razvijenim tržišnim ekonomijama koje su imale globalni značaj, od kojih je naročito druga imala veliki uticaj na Srbiju i mere ekonomske politike.

Sezonska komponenta iz serija eliminisana je primenom X11 ARIMA metoda, dok je kao metod za ocenu trenda korišćen Hodrick – Prescott – ov (HP) filter. Ocena trenda serija je, zbog poznate osobine da se primenom HP trenda dobijaju nepouzdanе ocene

¹²⁰ Ova istraživanja su nešto obimnija i detaljno ispituju karakteristike poslovnih ciklusa, karakter ekonomske politike i uzroke cikličnih fluktuacija na osnovu analize većeg broja ekonomskih vremenskih serija.

dugoročne komponente pri kraju uzorka, kad god je to bilo moguće izvršena na nešto dužem uzorku koji je obuhvatao i opservacije do kraja 2012. godine. Ciklična komponenta serija dobijena je deljenjem vrednosti serija trendom i množenjem sa 100. Na ovaj način dobijena ciklična komponenta serija oscilira oko vrednosti 100 i postaje uporediva sa ciklusima serije bruto domaćeg proizvoda. Zatim je dužina uzorka prilagođena željenom periodu analize, odnosno do kraja 2011. godine.

U oceni cikličnog karaktera varijabli i ekonomske politike koju varijabla reprezentuje posmatrana je kros-korelacija između ciklične komponente serija i bruto domaćeg proizvoda na različitim pomacima. Ako je varijabla ekonomske politike koja se posmatra označena sa X_t , a referentna serija (bruto domaći proizvod) sa Y_t , kros korelaciona funkcija definisana je kao:

$$\rho_{YX}(k) = \frac{\text{cov}(Y_t, X_{t-k})}{\sigma_Y \sigma_X} \quad (\text{IV-10})$$

gde je sa $\text{cov}(Y_t, X_{t-k})$ označena kovarijansa između Y_t i X_{t-k} , sa σ_X i σ_Y standardne devijacije Y_t i X_{t-k} a sa k docnja ili prethođenje. U inostranim empirijskim istraživanjima, rezultati koji se posmatraju su: korelacija sa nultom pomaku, a zatim i koeficijent kros-korelacije na pomacima do $t \pm 4$ kvartala (Benczúr, Rátfai, 2005), ili pak samo na četvrtom i osmom kvartalu (Agénor, McDermott, Prasad, 2000). Pomak na kome je koeficijent kros-korelacije najveći ukazuje da li varijabla vodi ili zaostaje za agregatnim ciklusom: ukoliko je ovaj koeficijent najveći na negativnim pomacima, serija vodi u odnosu na agregatni ciklus, a mere ekonomske politike koje varijabla reprezentuje prethode promenama u agregatnoj ekonomskoj aktivnosti; ako je taj pomak pozitivan, onda serija zaostaje za agregatnim ciklusom. Ako je koeficijent korelacije najveći na nultom pomaku, serija koincidira sa agregatnim ciklusom. Negativan koeficijent kros-korelacije ukazuje na kontracikličan karakter varijable, dok pozitivan koeficijent kros-korelacije ukazuje na procikličan karakter varijable. Na ovaj način klasifikovane su varijable i u inostranim empirijskim istraživanjima. U istraživanjima se međutim dešavalo da serije pokazuju nekonzistentno ponašanje na različitim pomacima koje se teško može objasniti, da menjaju znak od pomaka do pomaka i slično. Ovo je

posledica činjenice da u zemljama u razvoju i ekonomijama sa nastajućim tržištima, kao i u ekonomijama Centralne i Istočne Evrope koje su bile ili su još uvek u tranziciji, na makroekonomske varijable deluju različiti šokovi koji utiču na njihovo ciklično kretanje i međusobne odnose. Pored toga, ove ekonomije su u procesu strukturnih promena, koje menjaju karakter i ponašanje pojedinih varijabli tokom vremena. Zbog toga je ovde u istraživanju pažljivo posmatrana i analizirana kros-korelacija u dužem vremenskom periodu i na različitim pomacima kako bi se doneo zaključak o karakteru varijable i ekonomske politike koju varijabla reprezentuje. Takođe, činjenica da korelacija sama po sebi ne implicira uzročnost takođe je uzeta u obzir prilikom analize i tumačenja dobijenih rezultata.

Posebna pažnja u istraživanju posvećena je cikličnom kretanju cena i korelaciji cena sa agregatnim ciklusom. Očekivalo se da bi pozitivna ili negativna korelacija mogla da ukaže na to da li se uzroci cikličnih fluktuacija ekonomske aktivnosti za Srbiju u posmatranom periodu nalaze na strani agregatne ponude ili na strani agregatne tražnje. Naime, ukoliko je koeficijent korelacije cena i agregatnog ciklusa negativan, cene su kontraciklične a uzroci ekonomskih fluktuacija su na strani agregatne ponude; u suprotnom, uzroci fluktuacija su na strani agregatne tražnje. Ovo je teorijska postavka (Snowdon, Vane, 2005, p. 328-330), a cilj istraživanja je bio da se utvrdi da li bi se ova postavka mogla koristiti prilikom utvrđivanja uzroka cikličnih fluktuacija i za Srbiju. Za razvijene tržišne ekonomije, na primer, najčešći rezultat je da su cene prociklične i kasne (pozitivan koeficijent kros-korelacije na pozitivnim pomacima za cene), dok su za ekonomije u razvoju i ekonomije sa nastajućim tržištima rezultati različiti u zavisnosti od vrste šokova koji pogađaju ekonomije. Videćemo kakav je slučaj sa cenama u Srbiji.

Na kraju empirijskog istraživanja pokušalo se sa alternativnim – regresionim pristupom u izdvajanju dugoročnog trenda iz serije bruto domaćeg proizvoda i serija varijabli ekonomske politike. U ovom pristupu, na osnovu regresionog modela u kome se kretanje serije posmatra u zavisnosti od dugoročnog linearnog trenda, reziduali iz ocenjene jednačine predstavljaju ocenu slučajne komponente i mogu se koristiti u cikličnoj analizi (u slučaju bruto domaćeg proizvoda, reziduali predstavljaju aproksimaciju proizvodnog jaza). Posmatran je proizvodni jaz dobijen na osnovu

regresionog pristupa, izvršena poređenja sa proizvodnim jazom dobijenim primenom HP trenda i sa ciklusima rasta u bruto domaćem proizvodu dobijenim kao procentualna odstupanja od HP trenda. Zatim je ocenjen trend i u serijama varijablama ekonomske politike, izdvojene serije reziduala i posmatrana kros – korelacija sa proizvodnim jazom. Ispostavilo se da se rezultati u pogledu karaktera varijabli ekonomske politike ne razlikuju u odnosu na one već dobijene u pristupu ciklusa rasta, o čemu će biti reči na kraju ovog dela rada, u poglavlju 2.3.4. pod nazivom Rezultati alternativnog pristupa.

2.3.2. Fiskalna politika

Fiskalna politika u Srbiji do 2005. godine bila je pretežno restriktivna, ili „čvrsta“, kako su je kreatori ekonomske politike opisivali, da bi od 2006. godine poprimila ekspanzivan karakter. Na koji način ovaj karakter fiskalne politike korespondira sa cikličnim kretanjem ukupne ekonomske aktivnosti i da li je fiskalna politika u posmatranom periodu 2001-2011. godine bila prociklična ili kontraciklična? Na osnovu činjenica da se budžetski deficit do 2005. godine postepeno smanjivao, a da se fiskalna ekspanzija nakon 2006. poklopila sa opštom ekonomskom ekspanzijom u ovom periodu, stiče se utisak o procikličnom karakteru fiskalne politike. Ovaj utisak, međutim, treba i statistički verifikovati. Pogledajmo šta kažu rezultati empirijskog istraživanja i kako su se kretali javni prihodi i javni rashodi.

U analizi cikličnog karaktera fiskalne politike korišćeni su kvartalni podaci serija Primanja budžeta Republike Srbije i Izdaci budžeta Republike Srbije. Ove podatke objavljuje Ministarstvo finansija Vlade Republike Srbije u svojoj publikaciji Bilten javnih finansija. Podaci o Primanjima i Izdacima budžeta Republike Srbije dostupni su za period od januara 2003. godine.

U inostranim empirijskim istraživanjima za ekonomije u razvoju i ekonomije sa nastajućim tržištima kao indikatori fiskalne politike korišćeni su realni podaci o visini javnih prihoda i rashoda, i to u vidu indeksa realnog rasta (Agénor, McDermott, Prasad, 2000: 263), ili pak kao realni podaci dobijeni deflacioniranjem indeksom cena (Rand,

Tarp 2001.), odnosno, kao „javni prihodi i rashodi izraženi u stalnim cenama“ (Benczúr, Rátvai, 2005.). Ovde u istraživanju nominalni podaci o primanjima i izdavanjima budžeta su deflacionirani baznim indeksima cena i to: do kraja 2010. godine podaci su deflacionirani baznim Indeksom cena na malo (2005=100), a od 2010. baznim Indeksom potrošačkih cena (2006=100).¹²¹ Serije su prethodno desezonirane primenom X11 ARIMA metoda. Nakon desezoniranja, deflacioniranja i ocene trenda primenom HP filtera, ciklična komponenta serija dobijena je deljenjem vrednosti serija trendom i množenjem sa 100. Zatim je izvršeno poređenje sa agregatnim ciklusom i posmatran koeficijent kros-korelacije na različitim pomacima.

Ciklična komponenta realnih izdataka budžeta pokazuje izvestan prepoznatljiv ciklični obrazac u svom kretanju za koji bi se na prvi pogled moglo reći da je procikličan.¹²² Međutim, krajnji efekat državnih izdataka na ekonomsku aktivnost je kontracikličan: državni izdaci vode u odnosu na agregatni ciklus a koeficijent kros-korelacije je najveći i negativan na t-6 i t-7, pri čemu na t-7 iznosi $r = -0,58$.

U Tabeli IV-6 dati su koeficijenti kros-korelacije ciklusa bruto domaćeg proizvoda i realnih izdataka budžeta na docnjama do t±8, zajedno sa odgovarajućim verovatnoćama.

Tabela IV-6 Koeficijenti kros-korelacije bruto domaćeg proizvoda i realnih izdataka budžeta

Docnja	t	t-1	t-2	t-3	t-4	t-5	t-6	t-7	t-8
<i>r</i>	0,01	0,17	0,19	-0,04	-0,16	-0,17	-0,38	-0,58	-0,25
<i>p</i> -vrednost	0,96	0,33	0,23	0,8	0,38	0,46	0,04	0,00	0,19
Docnja	t	t+1	t+2	t+3	t+4	t+5	t+6	t+7	t+8
<i>r</i>	0,01	0,08	0,00	0,02	-0,01	0,03	-0,06	-0,15	0,08
<i>p</i> -vrednost	0,96	0,66	0,98	0,89	0,93	0,89	0,73	0,42	0,66

Napomena: Interval poverenja na nivou značajnosti 5% nalazi se u rasponu $\pm 1,96/\sqrt{T} = \pm 0,33$.

¹²¹ Od januara 2011. godine Republički zavod više ne objavljuje Indeks cena na malo, već se kao mera inflacije izračunava i objavljuje Indeks potrošačkih cena. Republički zavod za statistiku izračunao je Indeks potrošačkih cena za period od januara 2007. godine. Analize su pokazale da je kretanje Indeksa potrošačkih cena veoma slično kretanju Indeksa cena na malo i da se „...ne može reći da jedan od njih ima veću volatilnost od drugog.“ (Narodna banka Srbije, Izveštaj o inflaciji, avgust 2007, str. 10).

¹²² Grafikoni na kojima su prikazane ciklične komponente serija dati su u Prilogu disertacije.

Rezultat odgovara predviđanjima fiskalne ekspanzije u IS-LM modelu u uslovima nesavršene mobilnosti kapitala (videti Grafik I-2 na strani 22, slučaj pod b)), gde je fiskalna ekspanzija u uslovima priliva kapitala (i povećane apsorpcije na domaćem tržištu) praćena apresijacijom domaće valute i opadanjem u autputu (praktično, usporavanjem rasta). Od zemalja Centralne i Istočne Evrope, državna potrošnja je takođe kontraciklična u Hrvatskoj (r je najveći na $t-4$) i Litvaniji (najveći na $t-3$), u Mađarskoj i Estoniji je aciklična dok je u ostalih 6 zemalja Centralne i Istočne Evrope prociklična i koincidira ili pak kratko zaostaje za agregatnim ciklusom (Benczúr, Rátfai, 2005). Procikličan karakter državne potrošnje u zemljama u razvoju i ekonomijama sa nastajućim tržištima posledica je fiskalne nediscipline i rasta državne potrošnje u fazama ekspanzije, mada može biti uslovljen i karakteristikama poreskog sistema i same ekonomije (Rand, Tarp 2001).

Što se tiče prihoda budžeta Republike Srbije, oni su, očekivano, prociklični: koeficijent korelacije je pozitivan i na nultom pomaku iznosi $r = 0,42$, na $t-2$ iznosi $r = 0,35$ i na $t-3$ iznosi $r = 0,44$. Prethođenje primanja budžeta u odnosu na agregatni ciklus koje se zapaža, a koje na prvi pogled nije ekonomski logično, može se objasniti na više načina. Tako na primer, moguće je da su na ovakav rezultat uticali povećanje priliva u budžet nezavisno od ciklusa u privredi nastalo usled povećanja fiskalne discipline u prvoj fazi tranzicije, zatim rast poreskih stopa i najzad, karakteristike samog poreskog sistema.

U Tabeli IV-7 dati su koeficijenti korelacije ciklusa bruto domaćeg proizvoda i realnih primanja budžeta na docnjama do $t\pm 8$, zajedno sa odgovarajućim verovatnoćama.

Tabela IV-7 Koeficijenti kros-korelacije bruto domaćeg proizvoda i realnih primanja budžeta

Docnja	t	t-1	t-2	t-3	t-4	t-5	t-6	t-7	t-8
r	0,42	0,29	0,35	0,44	0,18	0,25	0,30	0,21	0,08
p -vrednost	0,01	0,08	0,04	0,01	0,33	0,18	0,10	0,28	0,68
Docnja	t	t+1	t+2	t+3	t+4	t+5	t+6	t+7	t+8
r	0,42	0,18	0,02	0,02	0,07	0,14	0,20	0,12	0,44
p -vrednost	0,01	0,29	0,92	0,93	0,67	0,44	0,26	0,49	0,01

Napomena: Interval poverenja na nivou značajnosti 5% nalazi se u rasponu $\pm 1,96/\sqrt{T} = \pm 0,33$.

Kakav je onda bio karakter fiskalne politike s obzirom na prociklične javne prihode i kontraciklične javne rashode, da li bi se fiskalna politika mogla okarakterisati kao kontraciklična i može li se kontracikličan karakter fiskalne politike potkrepiti još nekim argumentom? U te svrhe ovde je po ugledu na: (Agénor, McDermott, Prasad, 2000: 265), konstruisan takozvani „fiskalni impuls“ kao odnos rashoda budžeta i prihoda budžeta. Fiskalni impuls je takođe kontracikličan a koeficijent kros-korelacije je negativan i najveći je na t-6 gde je $r = -0,61$ (pri tom pokazuje i određenu pravilnost jer je značajan i na t=0, a zatim na t-3). Rezultat govori u prilog kontracikličnom karakteru fiskalne politike.

U Tabeli IV-8 dati su koeficijenti korelacije ciklusa bruto domaćeg proizvoda i fiskalnog impulsa na dočnjama do t±8, zajedno sa odgovarajućim verovatnoćama.

Tabela IV-8 Koeficijenti kros-korelacije bruto domaćeg proizvoda i fiskalnog impulsa

Docnja	t	t-1	t-2	t-3	t-4	t-5	t-6	t-7	t-8
<i>r</i>	-0,40	-0,12	-0,14	-0,47	-0,27	-0,34	-0,61	-0,29	-0,15
<i>p</i> -vrednost	0,02	0,49	0,42	0,01	0,14	0,06	0,00	0,13	0,44
Docnja	t	t+1	t+2	t+3	t+4	t+5	t+6	t+7	t+8
<i>r</i>	-0,40	-0,09	-0,02	0,04	0,05	0,43	0,15	0,03	0,49
<i>p</i> -vrednost	0,02	0,62	0,93	0,84	0,79	0,31	0,43	0,89	0,01

Napomena: Interval poverenja na nivou značajnosti 5% nalazi se u rasponu $\pm 1,96/\sqrt{T} = \pm 0,33$.

Šta bi uopšte bio poželjan karakter fiskalne politike i kako bi on trebao da se manifestuje statistički? Pre svega, poželjan je kontracikličan karakter odnosno negativan koeficijent korelacije. A kakav i na kojim pomacima će biti, zavisi od toga da li su izraženi automatski stabilizatori i kapitalne investicije (postojan kontracikličan uticaj, negativan koeficijent korelacije, državni izdaci vode ili koincidiraju) ili mere diskrecione politike koje se preduzimaju u trenutku kada kriza nastupi (negativan koeficijent korelacije, državni izdaci koincidiraju ili zaostaju). Prema analizama Narodne banke, na osnovu nešto drugačije metodologije (na osnovu analize strukturnog deficita), karakter fiskalne politike u Srbiji u prvom periodu tranzicije bio je procikličan

(NBS, Izveštaj o inflaciji, maj 2010: 31), da bi od izbijanja Svetske ekonomske krize 2008. poprimila kontracikličan karakter. Ipak „...čini se da preokret u karakteru fiskalne pozicije nije posledica diskrecione fiskalne politike nego činjenice da je budžet u trajnom deficitu, čime neminovno postaje anticikličan u periodu usporavanja ekonomske aktivnosti.” (NBS, Izveštaj o inflaciji, maj 2010: 32) Međutim, država Srbija je do sada samo jednom bila u situaciji da reaguje merama diskrecione fiskalne politike u vidu kredita i subvencija privredi i to u toku poslednje svetske finansijske krize i recesije, 2009. i 2010. godine, pa je teško očekivati da bi se to moglo na kratkom uzorku manifestovati i u rezultatima empirijskog istraživanja. Tako za sada rezultati empirijskog istraživanja više govore o načinu funkcionisanja nacionalne ekonomije i transmisionim mehanizmima koji deluju nego o načinu na koji država reaguje u uslovima krize.

2.3.3. Monetarna politika i politika deviznog kursa

U ispitivanju cikličnog karaktera monetarne politike kao indikator monetarne politike ovde u istraživanju je korišćena novčana masa M2. Novčana masa M2 koristi se kao indikator monetarne politike u empirijskim istraživanjima ciklusa u ekonomijama u razvoju i ekonomijama sa nastajućim tržištima, a takođe i u razvijenim tržišnim ekonomijama, u kojima empirijska istraživanja beleže veću korelaciju između M2 i GDP-a nego između drugih novčanih agregata. Novčana masa M2 ima funkciju sredstva plaćanja i definiše nivo likvidnosti ekonomije odnosno mogućnosti realizacije proizvedenog nominalnog bruto domaćeg proizvoda. Agregat M2 predstavlja likvidnost „iz domaćih izvora“ i pokazatelj je domaće kreditne aktivnosti koja utiče na ekonomsku aktivnost. Prociklična novčana masa M2 koja vodi u odnosu na ekonomsku aktivnost, što je najčešći rezultat u istraživanjima za razvijene tržišne ekonomije, ukazuje na pozitivan uticaj ove likvidnosti i kreditne aktivnosti na ekonomsku aktivnost i implicira mogućnosti korišćenja monetarne politike u kontraciklične svrhe. Time leag za koji novčana masa M2 vodi u odnosu na ekonomsku aktivnost interpetira se u literaturi kao indikator brzine kojom se promene u monetarnoj politici prenose na realnu ekonomsku aktivnosti.

Rezultati po pitanju korelacije novčane mase M2 i agregatne ekonomske aktivnosti za ekonomije u razvoju i ekonomije sa nastajućim tržištima su raznoliki a korelacija M2 sa agregatnim ciklusom na nultom pomaku je najčešće pozitivna, mada niska (Agénor, McDermott, Prasad, 2000: 271). U zemljama Centralne i Istočne Evrope, od 12 posmatranih zemalja (Benczúr, Rátfai, 2005), u polovini zemalja novčana masa M2 je prociklična i vodi ili koincidira, a koeficijent korelacije je najveći na t-1. U nekima od zemalja se zapažaju visoki koeficijenti oba znaka na različitim pomacima. U Srbiji je situacija unekoliko specifična: koeficijent kros-korelacije je značajan od t-4 do t-11 na negativnim pomacima i od t+3 do t+9 na pozitivnim pomacima, dok je znak koeficijenta kros-korelacije na negativnim pomacima negativan a na pozitivnim pomacima pozitivan i približno iste vrednosti. Ovo implicira izvesnu simetričnost u kretanju novčane mase u odnosu na kretanje ciklusa i simetričnost samih ciklusa novčane mase M2.¹²³ Najveće vrednosti koeficijenta kros-korelacije su na t-5 ($r = -0,56$) i t+6 ($r = 0,54$).

U Tabeli IV-9 dati su koeficijenti korelacije ciklusa bruto domaćeg proizvoda i novčane mase M2 na dočnjama do $t \pm 12$, zajedno sa odgovarajućim verovatnoćama.

Tabela IV-9 Koeficijenti kros-korelacije bruto domaćeg proizvoda i novčane mase M2

Dočnja	t	t-1	t-2	t-3	t-4	t-5	t-6	t-7	t-8	t-9	t-10	t-11	t-12
<i>r</i>	0,19	0,04	-0,13	-0,29	-0,46	-0,56	-0,54	-0,54	-0,53	-0,46	-0,42	-0,37	-0,25
<i>p</i> -vrednost	0,23	0,80	0,40	0,06	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,01	0,03	0,17
Dočnja	t	t+1	t+2	t+3	t+4	t+5	t+6	t+7	t+8	t+9	t+10	t+11	t+12
<i>r</i>	0,19	0,17	0,22	0,34	0,42	0,49	0,54	0,49	0,44	0,41	0,27	0,17	0,08
<i>p</i> -vrednost	0,23	0,28	0,15	0,03	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,01	0,09	0,32	0,62

Napomena: Interval poverenja na nivou značajnosti 5% nalazi se u rasponu $\pm 1,96/\sqrt{T} = \pm 0,30$.

Dobijeni rezultat kao da oslikava kretanje novčane mase i monetarnu politiku od 2001. godine, o čemu je bilo reči u glavi 2.2.2 rada: s jedne strane, imali smo centralnu banku koja u prvom periodu nakon otpočinjanja tranzicije vrši remonetizaciju novčane mase i

¹²³ Simetrija ciklusa je još uočljivija ako se posmatra kretanje realne novčane mase M2. Videti grafikone u Prilogu disertacije.

podstiče ekonomsku aktivnost u uslovima opadanja ekonomske aktivnosti pod pritiskom privatizacije i restrukturiranja privrede, a zatim, imamo i rast novčane mase u uslovima priliva inostranog kapitala nakon 2005. kao rezultat izražene kreditne aktivnosti u fazi ekspanzije ekonomske aktivnosti. U okviru jednog uzorka imamo i novčanu masu koja deluje anticiklično u prvim godinama tranzicije i novčanu masu koja se povećava sa rastom u ekonomskoj aktivnosti i prilagođava opštoj ekspanziji i ovo kao da se oslikalo kroz kros-korelaciju. Grejndžerov test uzročnosti, ipak, ukazuje da efekat prilagođavanja novčane mase ekonomskoj aktivnosti u posmatranom periodu preovladava, te da se nulta hipoteza o nepostojanju uzročnosti od ciklusa u bruto domaćem proizvodu ka novčanoj masi odbacuje na nivou značajnosti 5% za $k=2$, $k=3$ i $k=4$, pri čemu primena višedimenzionog AIC i SC kriterijuma sugerije da je 3 optimalan broj docnji za koji se uzročnost utvrđuje, što je upravo i broj docnji za koji je p -vrednost najniža. Za $k=3$ izračunata vrednost F statistike iznosi $F=4,11$ dok je p -vrednost $p=0,0136$, što je veće od kritične vrednosti za izabran nivo značajnosti koja iznosi $F_{34}^3 = 2.88$.¹²⁴ U isto vreme, ne može se odbaciti nulta hipoteza da ciklusi u novčanoj masi M2 ne uzrokuju cikluse u bruto domaćem proizvodu u smislu Grejndžera jer, za $k=3$, $F=2,73632$ i $p=0,05864$. Može se dakle zaključiti da ciklusi u bruto domaćem proizvodu uzrokuju cikluse u novčanoj masi M2 u smislu Grejndžera, te da je novčana masa u posmatranom periodu bila endogena u odnosu na bruto domaći proizvod. Rezultati Grejndžerovog testa uzročnosti za $k=3$ prikazani su u Tabeli IV-10.

Tabela IV-10 Grejndžerov test uzročnosti: ciklusi rasta bruto domaćeg proizvoda i ciklusi novčane mase M2

Nulta hipoteza	F statistika	p -vrednost
Ciklusi u M2 ne uzrokuju cikluse u BDP	2,73632	0,05864
Ciklusi u BDP ne uzrokuju cikluse u M2	4,11373	0,01360

Napomena: Kritična vrednost F statistike za nivo značajnosti 5% iznosi $F_{34}^3 = 2.88$.

¹²⁴ Za $k=3$, AIC=5,2740 i SC=5,5668. Za $k=2$, nulta hipoteza o nepostojanju uzročnosti od ciklusa u bruto domaćem proizvodu ka novčanoj masi odbacuje se na nivou značajnosti 5% jer je $F_{37}^2 = 3.26$ a izračunata vrednost $F=3,62223$ i $p=0,03659$, pri čemu je AIC=5,3790 i SC=5,5859. Za $k=4$, kritična vrednost F statistike je $F_{31}^4 = 2.68$, izračunata vrednost $F=2,87176$, verovatnoća iznosi $p=0,03921$, AIC=5,3725 i SC=5,7525.

Serijski Realni efektivni devizni kurs je indeksna i nalazi se u potrebnom obliku: realni devizni kurs se kreće oko vrednosti 100, pri čemu indeks ispod 100 ukazuje na depresijaciju realnog efektivnog kursa dinara a indeks iznad 100 na apresijaciju deviznog kursa. Na osnovu analize koeficijenta kros-korelacije, može se zaključiti da realan efektivni devizni kurs ima kontraktilan karakter. Znak koeficijenta korelacije je negativan i značajan na docnjama od t-8 do t-11 a najveći je na t-10 i iznosi $r = -0,47$.

U Tabeli IV-11 dati su koeficijenti korelacije ciklusa bruto domaćeg proizvoda i realnog efektivnog deviznog kursa na docnjama do $t \pm 12$, zajedno sa odgovarajućim verovatnoćama.

Tabela IV-11 Koeficijenti kros-korelacije bruto domaćeg proizvoda i realnog efektivnog deviznog kursa

Docnja	t	t-1	t-2	t-3	t-4	t-5	t-6	t-7	t-8	t-9	t-10	t-11	t-12
<i>r</i>	0,16	0,05	0,01	-0,03	-0,14	-0,08	-0,11	-0,30	-0,42	-0,44	-0,47	-0,38	-0,15
<i>p</i> -vrednost	0,29	0,76	0,95	0,85	0,40	0,63	0,52	0,08	0,01	0,00	0,00	0,02	0,43
Docnja	t	t+1	t+2	t+3	t+4	t+5	t+6	t+7	t+8	t+9	t+10	t+11	t+12
<i>r</i>	0,16	0,25	0,23	0,17	0,09	0,02	-0,01	-0,12	-0,12	-0,20	-0,14	0,05	0,05
<i>p</i> -vrednost	0,29	0,11	0,12	0,27	0,55	0,88	0,64	0,45	0,45	0,21	0,42	0,78	0,79

Napomena: Interval poverenja na nivou značajnosti 5% nalazi se u rasponu $\pm 1,96/\sqrt{T} = \pm 0,30$.

Rezultat takođe odgovara predviđanjima u okviru IS-LM modela sa nesavršenom mobilnošću kapitala gde apresijacija kursa u uslovima priliva kapitala dovodi posle određenog vremena do pada u outputu i govori u prilog činjenici da privredni subjekti i spoljnotrgovinski partneri zaista percipiraju promene u realnom efektivnom deviznom kursu i u cenama izvoznih proizvoda. Rezultat svedoči o važnosti deviznog kursa za izvoz Srbije i ukazuje na kontraktilan karakter politike deviznog kursa i njen značaj u perspektivi.

Kros-korelacija deviznog kursa sa agregatnim ciklusom za ekonomije u razvoju i ekonomije sa nastajućim tržištima je raznolika na različitim pomacima, ili pak pokazuje nekonzistentan obrazac koji se ne može lako objasniti. Pored nesistematskog odnosa,

još jedna pravilnost koja se može uočiti za ekonomije u razvoju i ekonomije sa nastajućim tržištima je da je korelacija vrlo često niska. „*Odsustvo sistematskog odnosa između realnog efektivnog deviznog kursa i ciklusa je konzistentno sa činjenicom da je ovaj odnos pod uticajem mešavine šokova ponude, tražnje i nominalnih šokova od kojih svaki može da utiče na korelaciju na različite načine.*“ (Agénor, McDermott, Prasad, 2000: 278).

Na kraju, pogledajmo kakvo je bilo ciklično kretanje cena. Već je rečeno da je Indeks potrošačkih cena dostupan od 2007. godine, tako da ovaj indeks nije mogao biti korišćen u empirjskom istraživanju zbog malog broja kvartalnih podataka za period od 2007-2011. godine. Zbog toga je u istraživanju korišćen bazni Indeks cena na malo (2005=100), koji je Republički zavod za statistiku izračunavao i objavljavao do kraja 2010. godine, pri čemu je serija produžena tako što je izvršena ekstrapolacija na osnovu modela dve godine unapred, do kraja 2012., da bi na tako produženoj seriji bio identifikovan HP trend i izdvojena ciklična komponenta. Zatim je uzorak prilagođen na željenu dužinu, dakle, posmatrano je kretanje ciklične komponente do kraja 2011. godine. Očekivalo se da rezultati korelacione analize ukažu ne samo na ciklične karakteristike cena već i na uzroke cikličnih fluktuacija u Srbiji: u teoriji se negativan znak koeficijenta korelacije između cena i agregatnog ciklusa (bruto domaćeg proizvoda) koristi za određivanje uzroka cikličnih fluktuacija: ukoliko je ovaj znak negativan, cene su kontraciklične a uzroci fluktuacija su na strani agregatne ponude (Snowdon, Vane, 2005, p. 328-330); u suprotnom, uzroci fluktuacija su na strani agregatne tražnje.

Na osnovu analize kros-korelacije između agregatnog ciklusa i cena, utvrđeno je da cene imaju procikličan karakter: koeficijent kros-korelacije je pozitivan na pozitivnim pomacima za Indeks cena na malo i nalazi se izvan granica intervala za nivo pouzdanosti 5% na pomacima od t+4 do t+9, pri čemu je najveći na t+8 i iznosi $r = 0,43$. ***Cene su prociklične i kasne za ciklusima u agregatnoj ekonomskoj aktivnosti, što ukazuje da su uzroci cikličnih fluktuacija u Srbiji periodu od 2001-2011. godine bili na strani agregatne tražnje.***

U Tabeli IV-12 prikazani su koeficijenti korelacije ciklusa rasta u bruto domaćem proizvodu i cena na docnjama do $t \pm 12$ zajedno sa odgovarajućim verovatnoćama.

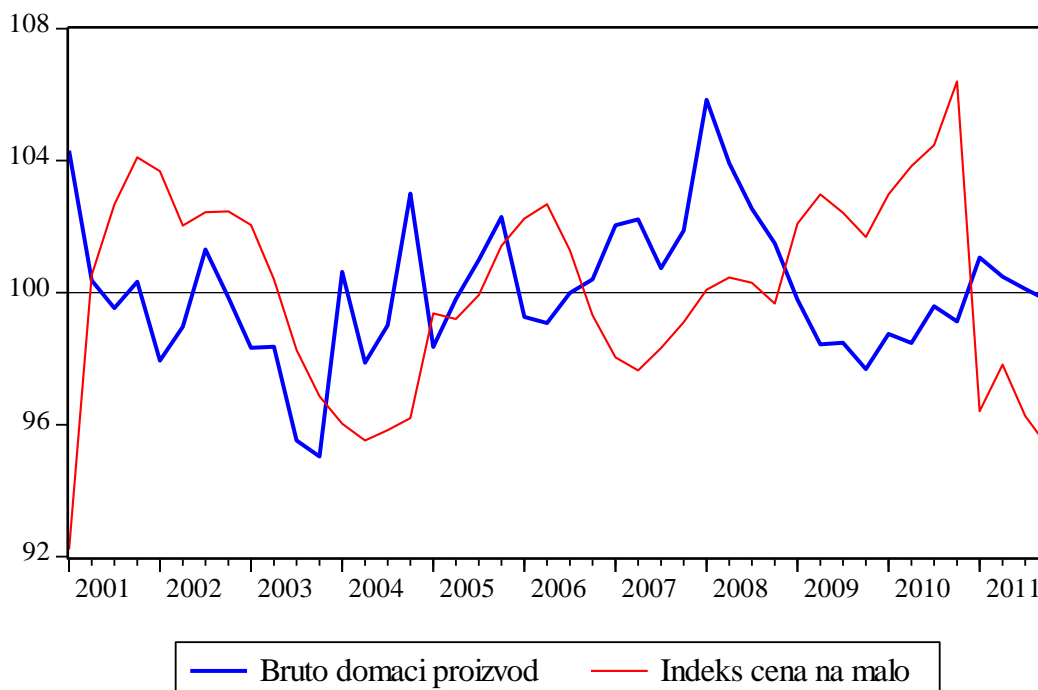
Tabela IV-12 Koeficijenti kros-korelacije bruto domaćeg proizvoda i cena

Docnja	t	t-1	t-2	t-3	t-4	t-5	t-6	t-7	t-8	t-9	t-10	t-11	t-12
<i>r</i>	0,24	-0,18	-0,20	-0,23	-0,20	-0,23	-0,24	-0,10	0,06	0,11	0,19	0,19	0,15
<i>p</i> -vrednost	0,12	0,25	0,21	0,14	0,22	0,15	0,15	0,54	0,71	0,55	0,29	0,29	0,40
Docnja	t	t+1	t+2	t+3	t+4	t+5	t+6	t+7	t+8	t+9	t+10	t+11	t+12
<i>r</i>	0,24	0,06	0,14	0,23	0,32	0,34	0,35	0,42	0,43	0,37	0,23	0,06	0,19
<i>p</i> -vrednost	0,12	0,72	0,35	0,13	0,04	0,03	0,02	0,00	0,00	0,02	0,15	0,70	0,26

Napomena: Interval poverenja na nivou značajnosti 5% nalazi se u rasponu $\pm 1,96/\sqrt{T} = \pm 0,30$.

Odnos između cena i agregatnog ciklusa može se sagledati i na zajedničkom grafičkom prikazu na Grafiku IV-4.

Grafik IV-4 Bruto domaći proizvod i Indeks cena na malo 2001-2011., ciklično kretanje



U zemljama Centralne i Istočne Evrope, cene su u većini zemljama kontraciklične i kratko prethode ili koincidiraju, prociklične su u Rusiji i aciklične u Litvaniji i Poljskoj.

U ekonomijama u razvoju i ekonomijama sa nastajućim tržištima korelacija cena sa agregatnim ciklusom je za većinu zemalja negativna na negativnim pomacima ili na nultom pomaku, što takođe ukazuje na uzroke ciklusa pretežno na strani agregatne ponude. Inače, uvreženo je mišljenje u literaturi da su u zemljama u razvoju i ekonomijama sa nastajućim tržištima isključivo šokovi ponude izvor ekonomskih fluktuacija, međutim, ima i zemalja gde je ova korelacija pozitivna, kao što su pojedine zemlje Azije i Severne Afrike (Indija, Maroko, Pakistan), tako da šokove tražnje ne bi trebalo *a priori* odbacivati kao uzroke cikličnih oscilacija u ovim zemljama (Rand, Tarp, 2001).

Šta su bili uzroci oscilacija u agregatnoj tražnji u Srbiji? S obzirom na blizinu tačaka prekretnica u ciklusima rasta Zone evra i Srbije, opšti izgled i korelisanost dva ciklusa, može se opravdano pretpostaviti da su fluktuacije na strani agregatne tražnje najvećim delom posledica transmisije ciklusa iz Evropske unije i promena u komponentama izvoza i investicija. Ima i drugih uzroka koji su doprineli fluktuacijama u agregatnoj tražnji. Istraživanjem je utvrđeno (Praščević, 2008c) da se u periodu 2001-2008. godine u Srbiji mogu identifikovati budžetski politički ciklusi, koji se manifestuju kao ekspanzivna fiskalna politika u periodima pre parlamentarnih izbora (održanih u decembru 2003., u januaru 2007. i u maju 2008.). Ako se ovi ciklusi uporede sa ciklusima rasta u ekonomskoj aktivnosti Srbije, može se zaključiti da faze budžetskih političkih ciklusa prethode fazama ekspanzije u ciklusima rasta u ekonomskoj aktivnosti ili pak da koincidiraju sa njima (u slučaju poslednjih izbora). Iako je opšti karakter fiskalne politike bio kontracikličan, bilo bi interesantno istražiti kako su se ponašale pojedine stavke budžetskih rashoda i koliki je bio njihov doprinos rastu u fazama ekspanzije ekonomske aktivnosti. Najzad, uzroci promena u agregatnoj tražnji mogu se jednim delom pripisati i promenama u potrošnji domaćinstava koje su posledica povećanja tražnje za kreditima i rasta potrošnje na inače gladnom tržištu Srbije u tranziciji, da bi zatim u uslovima Svetske ekonomske i finansijske krize došlo do postepenog pada u potrošnji. Neka buduća istraživanja pokazaće koliki je bio doprinos cikličnim fluktuacijama pojedinih komponenti agregatne tražnje i kakav je bio njihov ciklični karakter.

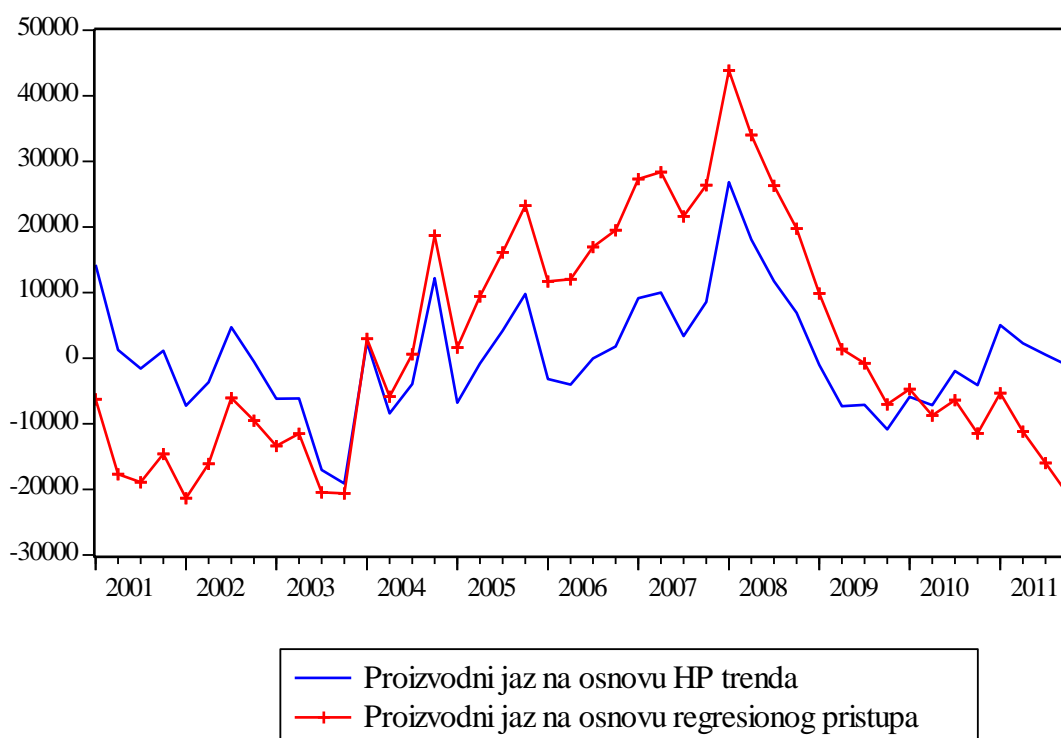
2.3.4. Rezultati primene alternativnog pristupa

Na kraju empirijskog istraživanja pokušalo se sa regresionim pristupom u izdvajanju dugoročnog trenda iz serije bruto domaćeg proizvoda i serija varijabli ekonomske politike. Ovaj alternativni pristup u identifikaciji trenda povlači za sobom i nešto drugačiji pristup analizi ciklusa u odnosu na već usvojeni pristup ciklusa rasta jer se više ne posmatraju stope i ciklusi rasta već se u cikličnoj analizi koriste serije reziduala iz odgovarajućih jednačina. Najpre je ocenjen linearni trend u seriji bruto domaćeg proizvoda i izdvojena serija reziduala iz ocenjene jednačine. Pošto se u empirijskim istraživanjima agregatna tražnja aproksimira proizvodnim jazom, on predstavlja u isto vreme i dobru aproksimaciju cikličnog kretanja privrede i može se koristiti u cikličnoj analizi. Posmatran je ovako dobijen proizvodni jaz i izvršena poređenja sa proizvodnim jazom dobijenim primenom HP trenda i poređenja sa ciklusima rasta u bruto domaćem proizvodu dobijenim kao procentualna odstupanja od HP trenda. Zatim je ocenjen linearni trend i u serijama varijablama ekonomske politike (Primanja i Izdavanja budžeta, Fiskalni impuls, Novčana masa M2 i Indeks cena na malo – svim do sada korišćenim u empirijskom istraživanju, osim serije Realan efektivni devizni kurs, koja ne pokazuje trend u svom kretanju), izdvojene su serije reziduala i posmatrana kros – korelacija sa proizvodnim jazom. Kao i u slučaju ciklusa rasta, u primeni HP trenda i oceni dugoročnog linearnog trenda radilo se sa nešto dužim uzorkom, do kraja 2012. godine, da bi zatim dužina uzorka bila prilagođena željenom periodu analize, do kraja 2011. godine. Korišćeni su kvartalni desezonirani podaci serija.

Kao što se može videti na Grafiku IV-5, proizvodni jaz dobijen na osnovu regresionog pristupa ne razlikuje se mnogo od proizvodnog jaza dobijenog na osnovu HP trenda. U seriji reziduala raspoznaje se ciklično kretanje srpske privrede. Postoji međutim razlika u odnosu na već identifikovane cikluse rasta u pogledu broja ciklusa i tačaka prekretnica. Serija reziduala beleži dno u četvrtom kvartalu 2003. godine koje odgovara dnu u oktobru 2003. identifikovanom u pristupu ciklusa rasta, dok vrh u prvom kvartalu 2008. odgovara vrhu koji je zabeležen u februaru 2008. u ciklusima rasta. Međutim, u odnosu na pristup ciklusa rasta gubi se vrh u novembru 2004. i dno u martu 2006., odnosno, oni predstavljaju samo deo jedne duže faze ekspanzije koja se okončala u

prvom kvartalu 2008. godine. Takođe, gube se dno u novembru 2009. i vrh u februaru 2011. godine. Vidimo dakle manji broj tačaka prekretnica i ciklusa u odnosu na cikluse rasta i tom pogledu postoji analogija sa pristupom klasičnih ciklusa koja posmatra cikluse u nivou serija (vrhovi i dna ciklusa rasta i klasičnih ciklusa se ne poklapaju, ciklusi rasta su brojniji nego klasični privredni ciklusi jer registruju kako apsolutne tako i relativne promene u nivou ekonomske aktivnosti, odnosno beleže svako odstupanje od prosečnog rasta). Iako je proizvodni jaz dobijen primenom HP trenda početkom 2011. bio iznad trenda, što bi se moglo protumačiti kao znak oporavka privrede, sudeći po ciklusima dobijenim prema regresionom pristupu privreda do kraja 2011. godine nije izašla iz recesije.¹²⁵ Vidimo dakle kako je identifikacija ciklusa senzitivna na metod za ocenu trenda, što je činjenica poznata u analizi poslovnih ciklusa, zbog čega se u empirijskim istraživanjima rezultati testiraju primenom različitih metoda za ocenu trenda.

Grafik IV-5 Proizvodni jaz na osnovu regresionog pristupa i HP trenda



¹²⁵ Privreda nije izašla iz recesije čak ni ako se posmatra ceo radni uzorak, do kraja 2012. godine.

Što se tiče karaktera varijabli ekonomske politike, primena alternativnog pristupa u izdvajanju dugoročnog trenda i zatim analiza kros-korelacije sa proizvodnim jazom dala je iste rezultate u pogledu karaktera varijabli ekonomske politike kao što je već utvrđeno u pristupu ciklusa rasta. Ocenjeni koeficijenti kros-korelacije su približne vrednosti a karakteristike varijabli ekonomske politike ostaju iste kao što su ustanovljene u pristupu ciklusa rasta. Realni izdaci budžeta su kontraciklični i vode a koeficijent kros-korelacije je najveći na t-7 i to na nivou značajnosti 0,06 i iznosi $r = -0,35$. Realna primanja budžeta su prociklična i koincidiraju a koeficijent korelacije je najveći na t=0 i iznosi $r=0,69$. Fiskalni impuls je kontracikličan a koeficijent korelacije sa proizvodnim jazom je najveći na t-6 i iznosi $r=-0,51$. Koeficijenti kros-korelacije proizvodnog jaza i novčane mase M2 su visoki, značajni, približno iste vrednosti i različitog znaka na pozitivnim i na negativnim pomacima, a najviši su na t-9 gde r iznosi $r=-81$ i na t+6, gde r iznosi $r=0,71$. Što se tiče Grejndžerovog testa uzročnosti, na nivou značajnosti 0,05 i za k=3 odbacuje se nulta hipoteza da novčana masa ne uzrokuje kretanje proizvodnog jaza u smislu Grejndžera, ali se odbacuje i nulta hipoteza da proizvodni jaz ne uzrokuje novčanu masu.¹²⁶ Ovakav rezultat ukazuje na simulatan međuzavisnost varijabli, pa su neophodna dalja istraživanja o uzajamnom odnosu ovih varijabli. Rezultati Grejndžerovog testa uzročnosti prikazani su u Tabeli IV-13.

Tabela IV-13 Grejndžerov test uzročnosti: proizvodni jaz i reziduali iz novčane mase M2

Nulta hipoteza	F statistika	p-vrednost
Residuali M2 ne uzrokuju proizvodni jaz	2,90888	0,04859
Proizvodni jaz ne uzrokuje residue M2	3,27992	0,03258

Napomena: Kritična vrednost F statistike za nivo značajnosti 5% iznosi $F_{34}^3 = 2.88$.

Ostali rezultati u pogledu monetarnih varijabli su sasvim slični kao prethodno dobijeni. Realan efektivni devizni kurs je kontracikličan a koeficijent korelacije je najveći na t-10 i iznosi $r=-0,36$. Cene su prociklične, zaostaju za promenama u ekonomskoj aktivnosti i značajne su u dužem vremenskom periodu – sve do t+10, a koeficijent korelacije je najveći na t+7 i iznosi $r=0,64$.

¹²⁶ Obe hipoteze se prihvataju za k=2 i k=4.

3. Održanje makroekonomske i finansijske stabilnosti i aktivna kontraciklična politika u Srbiji

Mere ekonomske politike Vlade Republike Srbije i Narodne banke Srbije koje su preduzete u uslovima svetske finansijske krize iz 2008. godine su od izuzetnog značaja: bilo je to prvi put, ne samo od početka tranzicije i reformi, već uopšte u novijoj ekonomskoj istoriji, da se u Srbiji vodi aktivna kontraciklična ekonomska politika. Iako mere Vlade Republike Srbije i Narodne banke Srbije nisu definisane proaktivno, već je njihov cilj bio “ublažavanje posledica globalne finansijske krize na Srbiju“ (Memorandum o ekonomskoj i finansijskoj politici, 2009), prvi put se ekonomska politika vodi u cikličnom kontekstu, ekonomska aktivnost se analizira u terminima poslovnih ciklusa, posmatra se ciklično kretanje ekonomske aktivnosti velikih svetskih ekonomija i analiziraju se kanali transmisije krize na Srbiju.

Mere ekonomske politike za održanje makroekonomske i finansijske stabilnosti u uslovima krize donete su koordinirano. Narodna banka Srbije i Vlada Republike Srbije u saradnji sa Agencijom za osiguranje depozita potpisale su početkom 2009. *Sporazum o saradnji radi očuvanja finansijske stabilnosti u Republici Srbiji*. Ovim sporazumom definisani su okviri za saradnju između institucija u uslovima krize a svaka strana se obavezala da će preduzimati mere iz domena svoje nadležnosti, saradivati i razmenjivati informacije sa drugom strana i delovati u interesu očuvanja finansijske stabilnosti u Srbiji. Najveća bojazan koja je u tom prvom trenutku izbijanja krize postojala je da može doći do ozbiljne nelikvidnosti u bankarskom sistemu usled masovnog povlačenja depozita iz banaka. Zbog toga je *Sporazumom* predviđeno da „U slučaju ozbiljne nelikvidnosti bankarskog sistema Narodna banka Srbije može, na način i pod uslovima koje sama propiše primeniti odgovarajuće mere (*lender of last resort*), uključujući davanje kredita bankama uz adekvatna sredstva obezbeđenja.“ Za banke u većinskom državnom vlasništvu, „Radi podrške poslovanju banaka u većinskom državnom

vlasništvu i radi održavanja njihove likvidnosti, a pre eventualnog znatnijeg povlačenja depozita koje na računima tih banaka drže Republika Srbija, Vlada Republike Srbije ... može preduzeti odgovarajuće mere uključujući i povećanje državnog udela u banci dokapitalizacijom.“ (Sporazum o saradnji radi očuvanja finansijske stabilnosti u Republici Srbiji, član 10 i član 11)

U dogovoru između institucija, planirano je da program ekonomske politike u uslovima krize obuhvati i sledeće konkretne mere:

- podizanje garantovanog nivoa štednih depozita na 50.000 evra;
- ukidanje poreza na kapitalnu dobit i na prenos apsolutnih prava;
- ukidanje obavezne rezerve banaka na nove kredite iz inostranstva radi povećanja devizne likvidnosti;
- petnaestomesečni aranžman sa MMF u vrednosti od 520 mil. dolara,

kao i veći broj drugih mera i podsticaja iz nadležnosti institucija.

3.1. Efekti globalne finansijske krize iz 2008. na Srbiju

Efekti svetske finansijske krize na Srbiju počeli su da se primećuju u ekonomskim pokazateljima u drugoj polovini 2008. godine. U prvoj polovini godine još uvek su beležene pozitivne tendencije. Ekonomska aktivnost je u prvom kvartalu ostvarila stopu rasta 8,5%, što je, kako se kasnije ispostavilo, predstavljalo vrh u ekonomskoj aktivnosti i kraj dvogodišnje faze ekspanzije, a visoke stope rasta beležile su sve privredne delatnosti. Međutim, u drugom kvartalu, a zatim i u drugoj polovini godine rast se značajno usporio. U finansijskom sektoru došlo je do pada prometa na berzi, pada devizne likvidnosti banaka, stanovništvo je povuklo jedan deo depozita iz poslovnih banaka, kamatne stope su porasle a kreditna aktivnost je smanjena. Zbog smanjenja domaće i inostrane tražnje i smanjenja priliva stranog kapitala, došlo je do pada industrijske proizvodnje, prometa u trgovini, uvoza i izvoza. Na kraju godine, stopa rasta bruto domaćeg proizvoda je ipak bila pozitivna i iznosila je 3,8%.

Stabilnost finansijskog sistema nije bila ugrožena u meri u kojoj je to bio slučaj u razvijenim tržišnim ekonomijama iz kojih se kriza prelila na Srbiju. Iako je berza reagovala, većih potresa nije bilo jer u finansijskom sistemu Srbije nisu bile prisutne rizične hartije od vrednosti koje bi mogle da imaju za posledicu krah finansijskih institucija i lančanu reakciju u celoj privredi. Narodna banka je međutim bila na oprezu i započela sa izradom strategije za upravljanjem krizom, a dogovorene su i zajedničke mere ekonomske politike i saradnja sa Vladom Republike Srbije u cilju očuvanja makroekonomske i finansijske stabilnosti.

U toku 2009. godine globalna finansijska kriza prerasla je u svetsku ekonomsku krizu a svetska ekonomija je ušla u recesiju. Kriza u finansijskom sektoru u Srbiji je ublažena, zahvaljujući energičnoj reakciji Narodne banke na početku krize, dobrim performansama banaka i proklamovanoj rešenosti da se sačuva makroekonomska i finansijska stabilnost: „*Visoke devizne rezerve, niske kratkoročne obaveze, likvidnost i solventnost bankarskog sektora sa adekvatnošću kapitala od oko 20%, pozitivno su delovali na ublažavanje posledica krize na finansijski sektor Srbije. To je uz navedene mere doprinelo zaustavljanju smanjenja devizne likvidnosti banaka, zaustavljanju podizanja štednih uloga stanovništva kod banaka, zaustavljanju deprecijacije dinara i zaustavljanju pada deviznih rezervi.*” (Memorandum o budžetu i ekonomskoj i fiskalnoj politici za 2010. godinu, strana 12) Međutim, kriza se prelila iz finansijskog u realni sektor. Došlo je do pada u industrijskoj proizvodnji, trgovini i spoljnotrgovinskoj razmeni. Početkom 2009. godine, u prvom kvartalu, zabeležene su negativne stope rasta u svim privrednim delatnostima.

Pad proizvodnje bio je praćen padom zaposlenosti i realnih zarada. Stopa nezaposlenosti je u 2009. godini porasla u odnosu na 2008. i iznosila je 16,1%. Realne zarade su ostale približno na istom nivou a inflacija merena indeksom potrošačkih cena iznosila je 6,6%, što je nešto manje u odnosu na 2008. godinu (8,6%). Na kraju godine bruto domaći proizvod je zabeležio pad od 3,5%, što je ipak bilo manje od mnogih zemalja u regionu i Evropi. Najveći pad zabeležen je u građevinarstvu, saobraćaju, prometu u trgovini na malo i industriji, dok su pozitivne stope rasta zabeležene u sektoru telekomunikacija, finansijskog posredovanja i poljoprivrede. Izvoz je opao za 19,8% a uvoz za 30,2%. Pad

proizvodnje ocenjen je kao umeren, čemu su, smatralo se, doprinele mere ekonomske politike za podsticanje potrošnje i proizvodnje preduzete u ovom periodu. Banke su, zahvaljujući subvencionisanim kamatnim stopama, u 2009. godini odobrile 860 miliona evra kredita za likvidnost i 140 miliona evra potrošačkih kredita, što je doprinelo rastu tražnje i ekonomske aktivnosti u drugoj polovini godine.

U 2010. godini nastavljen je oporavak privrede koji je započeo u drugoj polovini 2009. godine. Zemlje Zone evra zabeležile su dno ciklusa rasta u junu 2009. i započele sa oporavkom svojih privreda, što je pozitivno uticalo i na privredu Srbije. Ostvarena je pozitivna ali niska stopa rasta bruto domaćeg proizvoda – svega 1%. Nizak privredni rast u 2010. godini bio je posledica sporog oporavka svetske privrede od ekonomske krize, krize javnog duga u pojedinim zemljama evrozone (Grčka, Portugalija i Španija) i niske inostrane i domaće tražnje. U Srbiji je oporavak takođe bio spor i praćen negativnim tendencijama. Rast bruto domaćeg proizvoda nije bio praćen rastom zaposlenosti, tako da je na kraju 2010. godine stopa nezaposlenosti iznosila 19,1%. U drugoj polovini godine došlo je do rasta cena i inflatornih pritisaka, što je dodatno nepovoljno uticalo na makroekonomsku stabilnost. Referentna kamatna stopa je povećana zbog povećane premije rizika, povećanja cena hrane i jačanja inflatornih pritisaka. Privredni oporavak praćen je povećanjem deficita tekućeg računa i nižim prilivom kapitala zbog čega je dinar je zabeležio jaču deprecijaciju. Stopa inflacije do kraja godine iznosila je 7%. Vlada i Narodna banka nastavile su sa merama ekonomske politike kako bi se podstakla ekonomska aktivnost u vidu subvencionisanih kredita za likvidnost i investicije, potrošačkih kredita za građane i stambenih kredita, a Narodna banka Srbije je smanjila referentnu kamatnu stopu.

U 2011. godini očekivao se brži oporavak i značajniji rast ekonomske aktivnosti. Međutim, ovaj oporavak bio je slabiji od očekivanog: „*U iščekivanju odgovarajućeg sistemskog rešenja za krizu javnog duga u nekim članicama zone evra, nestabilnost na svetskom finansijskom tržištu se nije smirivala. Zbog visokih javnih dugova, države nisu bile u situaciji da reaguju fiskalnim stimulansima u onoj meri kao u prvom naletu krize, što je podsticalo fiskalnu i finansijsku neizvesnost. To je uticalo na odlaganje oporavka realnog sektora u zoni evra i usporavanje privrednog rasta na globalnom nivou.*”

(Godišnji izveštaj Narodne banke Srbije, 2011: 14) Zemlje Zone evra zabeležile su vrh ciklusa rasta u junu 2011. nakon čega se rast usporava. Usporen rast glavnih spoljnotrgovinskih partnera imao je za posledicu niže stope rasta od očekivanih i u Srbiji. Stopa rasta bruto domaćeg proizvoda ove godine je iznosila 1,6%.

Do kraja godine situacija u međunarodnom okruženju je postala još nepovoljnija. Odlaganje rešenja za problem javnog duga u zemljama Zone evra negativno je uticao na kretanja na svetskom finansijskom tržištu. Premija rizika za Srbiju i većinu zemalja u okruženju je povećana a rastu i depresivacijski pritisci. Izgledi u realnom sektoru su se pogoršali, kako u Zoni evra, tako i na globalnom nivou. Nastavljen je pad inflacije i inflacionih očekivanja zbog nedovoljne tražnje a referentna kamatna stopa u Srbiji je dodatno smanjena i do kraja godine iznosila je 9,5%.

Za 2012. godinu i ceo period 2011-2013. očekivalo se ubrzavanje privrednog rasta i prosečan očekivani rast od 4,5%: *„Makroekonomska stabilnost zasnovaće se na formiranju trenda smanjenja inflacije, fiskalnog deficita i deficita tekućeg računa platnog bilansa. U naredne tri godine očekuje se nastavak trenda oporavka ekonomske aktivnosti i privrednog rasta na bazi jačanja investicija i izvoza i postepeno poboljšanje stanja na tržištu rada. ... Očekuje se ubrzanje privrednog rasta u 2012. i 2013. godini po višoj stopi na bazi bržeg fiskalnog prilagođavanja i sprovođenja strukturnih reformi koje obezbeđuju povećanje produktivnosti, izvoza i štednje. Ubrzavanje privrednog rasta omogućiće povećanje zaposlenost i standarda stanovništva i ravnomerniji razvoj Republike.”* Ove prognoze su ipak bile oprezne zbog različitih rizika za njihovo ostvarivanje: *„Glavni globalni rizik prvenstveno je vezan za trajanje i intenzitet oporavka svetske privrede. Još uvek je teško prognozirati po kom obliku krive će se oporavljati globalna i nacionalne ekonomije. Održivost započetog oporavka privrede Srbije zavisice dobrim delom od povećanja inostrane tražnje i priliva stranog kapitala.”* (Memorandum o budžetu i ekonomskoj i fiskalnoj politici za 2011. godinu, sa projekcijama za 2012. i 2013. godinu, str. 12-19)

3.2. Mere Vlade Republike Srbije za ublažavanje posledica globalne finansijske krize

Vlada Republike Srbije reagovala je na svetsku finansijsku krizu odgovarajućim merama ekonomske politike. Glavni cilj programa ekonomske politike za 2009. godinu bio je održavanje makroekonomske i finansijske stabilnosti (Memorandum o ekonomskoj i finansijskoj politici, 2008: 2). Konstatovano je da u je periodu pre početka krize, od 2006-2008. godine fiskalna politika bila ekspanzivna i da procikličnost i ekspanzivan karakter fiskalne politike u ovom periodu nisu ostavili mnogo prostora za anticiklično delovanje fiskalne politike u uslovima krize. Moralo se pristupiti na prvom mestu fiskalnoj konsolidaciji, kako bi se povratilo poverenje investitora i javnosti i javne finansije u Srbiji postavile na zdrave osnove.

Program ekonomske politike Vlade za 2009. godinu obuhvatio je, na strani fiskalne politike, smanjenje fiskalnog deficita kroz povećanje prihoda i ograničavanje budžetskih rashoda. Predviđeno je zamrzavanje penzija, indeksiranje rasta zarada u javnom sektoru u skladu sa rastom inflacije, smanjenje subvencija i izdataka za nabavku roba i usluga, a kapitalni izdaci usmereni su na posebne prioritete i infrastrukturu (kao što je Koridor 10). Na strani monetarne politike, ciljevi programa definisani su kao očuvanje niske i stabilne stope inflacije i očuvanje stabilnosti finansijskog sektora a Narodna banka treba da usmeri svoje aktivnosti u pravcu praćenja finansijskog sistema i da preduzme preventivne mere za očuvanje njegove stabilnosti u uslovima krize. Ovo je realizovano već u toku 2008.: intenzivirana je kontrola banaka i preduzete mere za poboljšanje likvidnosti i očuvanje poverenja u bankarski sistem (kao što je ona u saradnji sa Agencijom za osiguranje depozita, o osiguranju depozita do 50 000 evra). Narodna banka je definisala strategiju za upravljanje krizom i formulisala predstojeće mere i aktivnosti. Pored toga, Vlada i Narodna banka Srbije potpisale su *Sporazum o ciljanju (targetiranju) inflacije*, kojim je predviđena podela odgovornosti između NBS i Vlade za postizanje ciljane inflacije. Ovim sporazumom Vlada se obavezala da će sprovoditi održivu i predvidivu fiskalnu politiku u skladu sa ciljanom inflacijom. Zatim su Narodna banka Srbije i Vlada Republike Srbije u saradnji sa Agencijom za osiguranje depozita potpisale početkom 2009. *Sporazum o saradnji radi očuvanja finansijske*

stabilnosti u Republici Srbiji. Ovim sporazumom definisane su odgovornosti svake od institucija za očuvanje finansijske stabilnosti u zemlji. Pored toga, Vlada Republike Srbije je početkom 2009. donela ***Program mera za ublažavanje posledica globalne finansijske krize na realni sektor u Srbiji***. Ove mere obuhvatile su mere za smanjenje javne potrošnje, mere za podsticanje privredne aktivnosti i zaposlenosti i mere za modernizaciju saobraćajne infrastrukture.

Vlada je početkom aprila 2009. godine donela paket podsticajnih mera za privredu kojim se stimulišu banke da odobre 117 milijardi dinara kredita privredi, sa upola nižom kamatnom stopom u odnosu na tržišnu kamatnu stopu. Ovi krediti obuhvatili su:

- kredite za likvidnost, gde 4 milijarde dinara daje država, a banke 80 milijardi dinara;
- kredite za investicije, gde 5 milijardi dinara daje država, a banke 12 milijardi dinara;
- kredite privredi iz inostranih kreditnih linija – EIB, EBRD, KfW, Vlada Italije – 45 milijardi dinara;
- kao i dodatne mere za poboljšanje likvidnosti privrede (reprogram dugova, privremena konverzija dugova u kapital, multilateralna kompenzacija i drugi instrumenti za jačanje likvidnosti).

Vladin program sadržao je i stimulatívni paket za zapošljavanje, čije su ključne mere bile:

- podrška programu zapošljavanja 10.000 mladih pripravnika do polaganja pripravnčkog; ispita i podrška programu javnih radova, sa 3 mlrd dinara;
- krediti za početnike bez hipoteke sa 3 mlrd dinara i
- krediti iz Fonda za razvoj za mala i srednja preduzeća sa 15 mlrd dinara.

Efektí stimulatívnihi mera za privredu ispoljili su se u usporavanju pada industrijske proizvodnje i spoljnotrgovinske razmene nakon prvog kvartala 2009. Zatim je Vlada je početkom maja donela i dodatne stimulatívne mere za privredu koje obezbeđuju još veću podršku privredi kroz:

- dodatnih 40 mlrd dinara kredita za likvidnost;
- skoro duplo niže kamatne stope – 3 odsto na godišnjem nivou za kredite za likvidnost sa deviznom klauzulom;
- uvođenje dinarskih kredita za likvidnost sa kamatnom stopom do 10,5 odsto na godišnjem nivou (referentna kamatna stopa NBS minus 3,5 odsto) ;
- duplo veće kredite za izvoznike povoljne potrošačke kredite i za kupovinu građevinskog materijala.

Stabilizaciji makroekonomske situacije značajno je doprineo aranžman sa Međunarodnim monetarnim fondom u vrednosti od 520 miliona dolara, a zatim i prošireni aranžman iz maja 2009. kojim je povećan obim finansijske podrške Međunarodnog monetarnog fonda na 2,9 milijardi evra. Podsticanju privrede značajno je doprinela i dodatna finansijska podrška Srbiji od Svetske banke, Evropske banke za obnovu i razvoj i Evropske unije, prvenstveno za saobraćajnu infrastrukturu. Uz to, Vlada je sredinom septembra 2009. godine usvojila i ***Program subvencionisanja stambenih kredita za novogradnju*** sa ciljem da građani lakše dođu do novog stana i da se podstakne štednja za kupovinu stanova u novogradnji i građevinska delatnost uopšte.

Početkom 2010. Vlada i Narodna banka usaglasile su mere za ublažavanje negativnih efekata svetske ekonomske krize na privredu i finansije Srbije u 2010. godini. Makroekonomski indikatori u tom trenutku ukazivali su na početak oporavka svetske i domaće privrede, ali je Vlada nastavila sa podsticajima. Najvažnije mere ekonomske politike bile su nastavak subvencionisanja kredita za likvidnost i investicije, potrošački krediti za građane i stambeni krediti za novogradnju, a najvažnija mera monetarne politike je smanjenje referentne kamatne stope. Usvojene su i smernice fiskalne politike za period 2011-2013. koje su obuhvatale (Memorandum o budžetu i ekonomskoj i fiskalnoj politici za 2011. godinu, sa projekcijama za 2012. i 2013. godinu, str. 18):

- jačanje pravnog okvira fiskalne odgovornosti i unapređenje budžetskog sistema;
- smanjivanje fiskalnog deficita i njegovo neinflatorno finansiranje;
- nisko i stabilno poresko opterećenje privrede, uz jačanje poreske discipline;

- čvrsto ograničenje tekuće javne potrošnje;
- povećanje javnih investicija;
- jačanje fiskalne discipline u javnim preduzećima.

Što se tiče karaktera fiskalne politike, kao jedan od najvažnijih ciljeva fiskalne politike u predstojećem periodu definisan je nastavak fiskalne konsolidacije kroz smanjenje javne potrošnje i smanjenje tekućih rashoda, kako bi se stvorio prostor za neophodna infrastrukturna ulaganja koji treba da bude osnova za privredni rast u predstojećem periodu.

3.3. Mere Narodne banke Srbije u cilju ublažavanja efekata svetske finansijske krize i očuvanja finansijske stabilnosti

Narodna banka je odmah na početku svetske finansijske krize blagovremeno reagovala odgovarajućim merama monetarne politike. Cilj ovih mera bio je definisan kao ublažavanje efekata svetske finansijske krize i očuvanje finansijske stabilnosti u Srbiji. Narodna banka je u decembru 2008. donela *Odluku o privremenim merama za očuvanje stabilnosti bankarskog sistema u Republici Srbiji*. Set mera Narodne banke Srbije obuhvatio je (Godišnji izveštaj NBS, 2008: str. 89):

- mere za održavanje likvidnosti bankarskog sektora;
- definisanje funkcije poslednjeg utočišta i definisanje uslova za odobravanje kredita za održavanje likvidnosti banaka;
- mere za pospešivanje sticanja izvora sredstava banaka iz inostranstva;
- mere za stimulisavanje kreditne aktivnosti;
- aukcije NBS kao mera podrške finansijskoj stabilnosti;
- izmene i dopune zakonske regulative koja se odnosi na ulaganja finansijskih institucija;
- zakonsku regulativu koja se odnosi na propise iz oblasti finansijske stabilnosti.

Narodna banka Srbije je svojom *Odlukom o uslovima odobravanja kredita za održavanje likvidnosti banaka* iz oktobra 2008. bliže odredila sopstvenu ulogu “poslednjeg utočišta” definišući uslove pod kojima poslovna banka može od centralne banke zatražiti kredit za likvidnost za prevazilaženje privremenih poteškoća sa likvidnošću. Ova uloga Narodne banke Srbije je istaknuta i u *Sporazumu o saradnji* koji je NBS potpisala sa Vladom Republike Srbije i Agencijom za osiguranje depozita. Funkcija “poslednjeg utočišta” se definiše kao spremnost centralne banke da odobri kredit poslovnoj banci kada niko drugi to ne želi, a u cilju zaštite deponenata ili/i sprečavanja sistemske krize u finansijskom sistemu zemlje. Dalje, Narodna banka je uticala na pospešivanje zaduživanja u inostranstvu tako što je oslobodila banke obavezne rezerve na nova pozajmljena sredstva kako bi ovo zaduživanje učinila što jeftinijim. Takođe, Narodna banka je sa poslovnim bankama dogovorila set mera koji bi omogućio njihovim klijentima da lakše prevaziđu probleme u otplati kredita, kao što su produženje roka otplate za jednu godinu, konverzija kredita indeksiranih u stranoj valuti u dinarske, konverzija kredita indeksiranih u švajcarskim francima u evre. Uz to, Narodna banka je donela niz mera u cilju stimulanja kreditne aktivnosti i dodatno regulisala stabilnost i poslovanje finansijskih institucija u Srbiji.

Mere Narodne banke Srbije su imale efekta. Stabilnost finansijskog sistema je sačuvana a inflacija se tokom 2009. godine kretala u granicama ciljanog raspona. U uslovima krize došle su do izražaja sve prednosti režima ciljanja inflacije i fleksibilnog deviznog kursa. Nije bilo većih potresa na finansijskom i deviznom tržištu, dinar je nominalno depresirao prema evru za 7,6%, realno za 2,4%, a pad bruto domaćeg proizvoda i zaposlenosti u uslovima svetske ekonomske krize bio je umeren u poređenju sa drugim evropskim zemljama i zemljama u regionu, a naročito onim sa fiksnim deviznim kursom.

U 2009. godini monetarna politika je bila ekspanzivna. Narodna banka Srbije je nastavila sa merama za ublažavanje efekata finansijske krize: bankama je omogućeno da koriste kratkoročne dinarske kredite s rokom dospeća od najduže 12 meseci i da obavljaju devizne svop transakcije. Takođe, smanjena je obavena rezerva. (Godišnji izveštaj NBS, 2009: str. 54) Narodna banka je u više navrata smanjivala referentnu

kamatnu stopu sa 17,75% na početku godine, tako da je ona do kraja godine iznosila 9,5%.

U 2010. stopa obavezne rezerve na dinarsku osnovicu je smanjena na 5% a na deviznu osnovicu na 25%. Referentna kamatna stopa je snižavana tri puta do nivoa od 8%. Međutim, u drugoj polovini godine zbog depresijacije dinara, rasta cena hrane na domaćem i svetskom tržištu i rasta inflacionih očekivanja, došlo je do rasta inflacije pa je referentna kamatna stopa u drugoj polovini godine više puta povećavana do nivoa od 11,5%. U 2010. godini došlo je do oporavka svetske ekonomije. Nakon krize u većini zemalja zabeležen je privredni rast, mada je taj rast bio nizak i spor. Stopa inflacije takođe je porasla u većini zemalja. U Srbiji je stopa rasta bruto domaćeg proizvoda iznosila 1% a stopa inflacije 10,3%. Stabilnost finansijskog sistema i dalje nije bila ugrožena. Došlo je do rasta kreditne aktivnosti i investicija što je zajedno sa ostalim pokazateljima ukazivalo na oporavak privrede i postepeni izlazak iz krize. Zbog inflatornih tendencija, Narodna banka je u drugoj godini započela sa pooštavanjem monetarne politike. Ovo pooštavanje nastavljeno je i u prvoj polovini 2011. godine.

Izmenama i dopunama Zakona o Narodnoj banci Srbije od 1. jula 2010. godine Narodnoj banci je poverena „funkcija utvrđivanja i sporvođenja aktivnosti i mera radi očuvanja i jačanja stabilnosti finansijskog sistema“ (Godišnji izveštaj NBS, 2010: str. 37). Na taj način je stvorena pravni osnov za delovanje Narodne banke u očuvanju stabilnosti finansijskog sistema zemlje. Izmenama i dopunama Zakona povereno je Narodnoj banci da formuliše makroprudencijalne mere koje se odnose na finansijski sistem u celini i dato joj je pravo da sprovedi aktivnosti i mere za postizanje tog cilja, odnosno ovlašćenje za upotrebu makroprudencijalnih instrumenata. Ovlašćenje za upotrebu makroprudencijalnih instrumenta Narodna banka Srbije je upotrebila 2011. godine, kada je donela *Odluku o merama za očuvanje i jačanje stabilnosti finansijskog sistema*. Ovom odlukom utvrđene su tri mere:

- uveden je LTV racio¹²⁷ od 80% za stambene kredite indeksirane stranom valutom ili u stranoj valuti;

¹²⁷ Loan-to-value (LTV) racio je odnos između iznosa kredita i vrednosti imovine koja se kupuje.

- banci je dozvoljeno odobravanje kredita indeksiranih stranom valutom fizičkim licima samo ako je valuta obaveze evro;
- uvedeno je obavezno učešće ili depozit od 30% kod kredita odobrenih fizičkom licu koji su indeksirani stranom valutom ili u stranoj valuti, uz izuzetak da se ta obaveza ne odnosi na kreditnu karticu.

Navedene mere imaju za cilj da ograniče rizik od preterane upotrebe valutne klauzule koji je identifikovan kao sistemski rizik. Pored toga, identifikovane su i drugi izvori sistemskog rizika i definisane preporuke o merama koje treba preduzeti za njihovo suzbijanje.¹²⁸

Od sredine 2011. Narodna banka je počela sa postepenim ublažavanjem monetarne politike. Ocenjeno je da su inflatorni pritisci u padu pa je referantna kamatna stopa snižena do kraja godine na 9,5%. Ključni dezinflatorni faktori bili su niska agregatna tražnja i pad inflacionih očekivanja. Ove godine međutim identifikovani su novi izvori nestabilnosti, pre svega nepovoljna situacija u međunarodnom okruženju i kriza javnog duga u nekim zemljama Zone evra, što je uticalo na usporavanje oporavka realnog sektora u Evropi pa i u Srbiji. Stopa privrednog rasta u Srbiji ove godine iznosila je 1,6% a stopa inflacije 7%, što je bilo neznatno više iznad cilja (4,5%±1,5). Finansijski sistem je ostao stabilan: indikatori finansijskog zdravlja i stabilnosti finansijskog sistema Narodne banke Srbije ukazivali su da je bankarski sektor u Srbiji u boljem stanju nego u regionu, te da je ostao stabilan, mada je stabilnosti u odnosu na period pre krize ipak smanjena.

3.4. Aktivna kontraciklična politika u Srbiji: mogućnosti i perspektive

U Srbiji je u prvim godinama nakon otpočinjanja tranzicije, u periodu od 2001-2007. godine, vođena jedna relativno konzistentna makroekonomska politika čiji je cilj u isto

¹²⁸ Pregled potencijalnih izvora rizika i mera za ublažavanje rizika može se naći na http://www.nbs.rs/internet/cirilica/18/18_2/index.html. Pregled makroprudencijalnih pokazatelja, definicija i pokazatelji sistemskog rizika i zakonska regulativa u vezi sa stabilnošću finansijskog sistema i upravljanjem u uslovima krize takođe su dati na internet stranama Narodne banke Srbije.

vreme bio i „...makroekonomska stabilnost...“ i „...dinamičan privredni rast...“ (Memorandum o budžetu i ekonomskoj i fiskalnoj politici za 2008. godinu) i koja je u praksi predstavljala mešavinu stabilizacione i razvojne politike. Do svetske finansijske krize nikada nije vođena aktivna kontraciklična ekonomska politika, niti su mere ekonomske politike formulisane u cikličnom kontekstu. Čak ni mere Vlade Srbije i Narodne banke Srbije koje su donete krajem 2008. i početkom 2009. godine nisu bile u potpunosti definisane u cikličnom kontekstu, već je njihov cilj bio „...ublažavanje posledica globalne finansijske krize na Srbiju“ (Memorandum, 2009). Vremenom, formulacija u cikličnom kontekstu postaje određenija a mere ekonomske, fiskalne i monetarne politike dobijaju jasan kontraciklični karakter.

S obzirom na opažene cikluse u ekonomskoj aktivnosti Srbije i efekte transmisije međunarodnih ciklusa a naročito poslednje svetske finansijske i ekonomske krize, u disertaciji je ukazano da postoji potreba za aktivnom kontracikličnom politikom u Srbiji. Prvi napori u tom smislu od strane kreatora ekonomske politike su već učinjeni. Treba međutim razmotriti još nekoliko pitanja:

- Kakve su mogućnosti za vođenje kontraciklične ekonomske politike u Srbiji ako se ima u vidu zavisnost od međunarodnih ciklusa, pre svega od ciklusa Evropske unije i može li se merama aktivne kontraciklične politike ova zavisnost ublažiti?
- U kom smislu bi se kontraciklična politika trebala voditi (otklanjanje uzroka, ublažavanje efekata, pospešivanje oporavka nakon krize) i da li bi fokus trebalo da bude na merama monetarne ili fiskalne politike?
- Kakve su mogućnosti za primenu kontraciklične ekonomske politike u situaciji u kojoj postoje zahtevi međunarodnih organizacija i institucija koji određuju ekonomsku politiku?
- Konačno, u kojim bi se savremenim makroekonomskim teorijama mogle tražiti preporuke za vođenje kontraciklične ekonomske politike u Srbiji i koje bi koncepcije kontraciklične ekonomske politike trebalo primeniti?

Prirodno je da je Evropska unija, zbog svoje blizine i veličine tržišta najveći spoljnotrgovni partner Srbije, ali to nosi sa sobom i učestvovanje u zajedničkoj sudbini i podložnost međunarodnim ciklusima i ciklusima Evropske unije. Veza sa ciklusima Evropske unije je već uočena u naučnoj i stručnoj literaturi a ovde u radu je potvrđena. Zavisnost od Evropske konjunktura je uočena i od strane kreatora ekonomske politike i više puta su poslednjih decenija predlagani načini za njeno prevazilaženje i ublažavanje, ali ekonomska politika nikada nije reagovala konkretnim merama – niti je pokušavala da promeni strukturu izvoza i uvoza, niti se pokušalo sa probojem na druga tržišta. Zbog toga, dokle god Srbija bude najveći deo svojih proizvoda izvozila na tržište Evropske unije, dotle će zavisiti od cikličnog kretanja evropske privrede i evropske izvozne tražnje.

U situaciji velike povezanosti sa zemljama Evropske unije i zavisnosti od evropskih i međunarodnih ciklusa, ***perspektiva za delovanje kontraciklične ekonomske politike za Srbiju se nalazi u nastojanju da se ublaže ciklične fluktuacije i da se produže faze ekspanzije.*** Intenzitet fluktuacija i dužina trajanja pojedinih faza je dakle onaj segment u kome treba tražiti mogućnosti za uticaj kontraciklične ekonomske politike. Do sada se pre svega monetarna politika pokazala uspešnom u tom pogledu. Strategija targetiranja inflacije imala je određeno kontraciklično dejstvo i delovala je stabilizujuće na ekonomsku aktivnost jer se (kao što se moglo videti na grafikonu IV-2 na strani 171) nakon uvođenja režima inflacionog targetiranja, od 2006. godine, oscilacije u ekonomskoj aktivnosti stabilizuju. Od 2001. do kraja 2005. godine standardna devijacija ciklične komponente bruto domaćeg proizvoda bila je 2,15 a u periodu 2006-2011. standardna devijacija iznosi 1,62.

Ima još mogućnosti za kontraciklično delovanje monetarne politike, ali su te mogućnosti ograničene potencijalnim konfliktom ciljeva između dejstva monetarne politike na ekonomsku aktivnost i stopu inflacije: u situaciji u kojoj u privredi postoji visoka inflacija, svako povećanje kamatne stope u cilju suzbijanja inflacije deluje destimulativno na ekonomsku aktivnost. Kako se Narodna banka do sada nosila sa ovim problemom? U okviru monetarne politike, proizvodni jaz i uticaj kamatne stope na ekonomsku aktivnost uključuju se u ekonomsku i monetarnu analizu od 2006. godine,

odnosno od uvođenja režima inflacionog targetiranja. Međutim, autput gap nije eksplicitno uključen u funkciju reakcije monetarne politike (koja je deo standardnog Tejlorovog pravila). „Razlog je tekuće prirode i nalazi se u tome što su inflacioni ciljevi za prvih nekoliko godina primene ovog režima postavljeni na jako visokom nivou ($8\pm 2\%$ za 2009. i $6\pm 2\%$ za 2010) da bi se u jeku svetske ekonomske krize izbegla restriktivnost monetarne politike, koja bi mogla dodatno pogoršati ekonomsku situaciju (postavljanje ciljeva na nižem nivou zahtevalo bi restriktivniju monetarnu politiku). Prema tome, o ekonomskoj aktivnosti se vodilo računa pri postavljanju ciljeva.” (Đukić, Momčilović, Trajčev, 2010: 19) Narodna banka je dakle svesna ovog konflikta i pažljivo određuje ciljeve i visinu referentne kamatne stope.

U literaturi se smatra da prvu liniju odbrane protiv cikličnih fluktuacija čine automatski stabilizatori na planu fiskalne politike. U poslednje vreme ovu ulogu „automatskog stabilizatora“ na planu monetarne politike preuzimaju prudencijalne mere na makro i mikro nivou. Svi ovi mehanizmi se izgrađuju i razvijaju u Srbiji. Druga linija odbrane su mere diskrecione fiskalne politike – bez obzira na načelno protivljenje ovoj vrsti politike u nekim zemljama, uvek je poželjno da postoji kontraciklični odgovor u diskrecionim merama fiskalne politike poput kredita i subvencija. Ovde se međutim pojavljuju ograničenja u vidu fiskalnih pravila na koje budno motre međunarodne finansijske organizacije i institucije. Kakve su onda mogućnosti da se vodi kontraciklična ekonomska politika u jednoj maloj otvorenoj ekonomiji kao što je Srbija, u situaciji kada postoje zahtevi međunarodnih organizacija i finansijskih institucija? Ovi zahtevi su sastavni deo Mastroitskih kriterijuma konvergencije (zahtevi od strane Evropske unije) ili su pak u pitanju konkretni zahtevi u procesu realizacije Stand – By aranžmana u pogledu visine budžetskog deficita, javnog duga i pojedinih indikatora ekonomske politike (zahtevi od strane MMF-a). Ovi zahtevi su jednim delom opravdani jer se njima „... zahteva pronalaženje ravnoteže između potrebe za kontracikličnim fiskalnim politikama i rizika koji proističu iz višeg javnog duga i potreba za finansiranjem budžeta.“ (Međunarodni monetarni fond, Memorandum, 9. Februar 2012.), ali u isto vreme sužavaju manevarski prostor za samostalno vođenje ekonomske politike i kontraciklično delovanje fiskalne politike u situacijama u kojima je potrebna izdašna i hitna pomoć države.

Može se ipak, mada oprezno, pretpostaviti da:

postoje mogućnosti za primenu mera kontraciklične makroekonomske politike u Srbiji u situaciji kada postoje zahtevi međunarodnih organizacija i institucija koji određuju makroekonomsku politiku.

Kakve su ove mogućnosti? Problem sa monetarnom politikom je taj što su transmisioni mehanizmi monetarne politike spori. Postoji efekat na cene i ekonomsku aktivnosti i preko realnih kanala, na primer preko kanala realnog deviznog kursa, ali je i ovaj kanal kao što se videlo u empirijskom istraživanju spor. Takođe, postoji potencijalni konflikt između delovanja monetarne politike odnosno kamatne stope na ekonomsku aktivnost i inflaciju u smislu da svako povećanje kamatne stope u cilju suzbijanja inflacije deluje destimulativno na ekonomsku aktivnost. Što se tiče kontracikličnog delovanja fiskalne politike, empirijsko istraživanje je pokazalo da u Srbiji postoji određeni kontraciklični potencijal fiskalne politike, ali je ovaj uticaj takođe spor. Zbog sporosti transmisionih kanala u Srbiji, koja ograničava mogućnosti neposrednog i brzog kontracikličnog delovanja ekonomske politike, a koja će još jedno izvesno vreme neminovno biti prisutna u ekonomiji Srbije, ***pored razvijanja mehanizama za ublažavanje cikličnih fluktuacija i produžavanje faza ekspanzije, naglasak u kontracikličnoj ekonomskoj politici bi trebao da bude na povećanju otpornosti ekonomije na cikluse, pre svega otpornosti na međunarodne cikluse.*** To bi za ekonomiju Srbije bilo od velikog značaja s obzirom na brzinu i intenzitet kojom se ciklusi iz Evrope prenose na Srbiju – u toku poslednje krize, ekonomska aktivnost gotovo da je stala a stopa rasta je u 2009. godini bila negativna. Zbog toga u perspektivi ***aktivna kontraciklična politika treba da uključi i mere spoljnotrgovinske politike kojima bi se izvršila diversifikacija spoljnotrgovinske razmene na različita tržišta i na taj način ublažila podložnost međunarodnim ciklusima.***

Potrebno je da se ubuduće ekonomska politika u Srbiji jasno definiše i vodi u cikličnom kontekstu. ***Imajući u vidu da su uzroci cikličnih fluktuacija na strani agregatne tražnje, mere kontraciklične ekonomske politike u perspektivi treba da budu usmerene na upravljanje agregatnom tražnjom. Neophodno je definisati opšti pristup,***

principe i strategiju vođenja kontraciklične politike. Pristup bi trebao da bude proaktivan i zasnovan na makroekonomskoj analizi i predviđanju, kako domaće tražnje, tako i konjunktura Evropske unije kao grupe zemalja sa kojima Srbija ostvaruje najveći obim spoljnotrgovinske razmene. Sličnosti između ciklusa Zone evra i Srbije otvaraju mogućnosti primene inostranih cikličnih indikatora u cikličnoj analizi i mogućnosti primene vodećih indikatora u analizi i predviđanju ekonomske aktivnosti u Srbiji. Opšti pristup bi trebao da bude zasnovan na dosadašnjim iskustvima ekonomija u razvoju i ekonomija sa nastajućim tržištima i na iskustvima razvijenih tržišnih ekonomija u primeni kontraciklične ekonomske politike.

Pristup treba da uključi *primenu inovativnih koncepata* u vođenju kontraciklične ekonomske politike i prevazilaženju cikličnih privrednih fluktuacija. Savremeni trendovi u borbi protiv cikličnih fluktuacija obuhvataju *iznalaženje pojedinačnih rešenja za izlazak iz krize* za svaku zemlju *zasnovanih na istraživanju i pronalaženju novih izvora rasta* pomoću kojih bi se podstakla nacionalna ekonomija i pospešio privredni rast. U čemu bi se ovi izvori rasta nalazili za Srbiju? „*Svetska ekonomska kriza je razotkrila da dosadašnji model privrednog rasta i razvoja Srbije nije održiv i da se mora temeljno menjati, ako želimo da izbegnemo sudbinu nerazvijene i prezadužene zemlje. Naime, više neće moci da funkcioniše model u kome je osetno brži rast unutrašnje tražnje od rasta BDP-a omogućavan rastućim udelom deficita tekućih transakcija u BDP-u. S obzirom na presušivanje privatizacionih prihoda i ograničenih mogućnosti daljeg prekomernog zaduživanja u inostranstvu, Srbija mora da se okrene novom modelu privrednog rasta i razvoja koji je proinvesticiono i izvozno orijentisan. ... Novi model privrednog rasta i razvoja u narednoj deceniji zahteva, zapravo, dva međusobno povezana zaokreta. Prvi zaokret je od potrošackog ka proinvesticionom i izvozno orijentisanom privrednom rastu. ... Drugi zaokret je neophodan na području ubrzanja reformskih procesa i evropskih integracija i odgovarajućih makroekonomskih i strukturnih politika. Rec je o stvaranju mnogo atraktivnijeg privrednog ambijenta koji omogućava realizaciju novog modela rasta i razvoja.*” (Ekonomski fakultet – FREN, Ekonomski institut – MAT, 2010: 8-13)

Još jedan moderan, inovativni pristup u analizi i prevazilaženju cikličnih fluktuacija je ***analiza pojedinačnog ciklusa, njegovih uzroka, karakteristika i transmisije***. U ovom pristupu, fokus je na karakteristikama pojedinačnog ciklusa i analizi kretanja najvažnijih makroekonomskih varijabli tokom ciklusa. Ovakav pristup proizašao je iz višedecenijskog iskustva razvijenih tržišnih ekonomija prema kome je svaki ciklus različit i u skladu sa tim zahteva se i različit pristup u ublažavanju i prevazilaženju recesije.

Analiza pojedinačnog ciklusa zahteva konstantno ponovno vrednovanje makroekonomske politike u svetlu novih okolnosti, specifičnih uzroka i mehanizama transmisije svakog pojedinačnog ciklusa. Čitav ovaj koncept zasniva se na uočavanju pravilnosti i klasifikaciji recesija po uzrocima, a zatim, na definisanju odgovora makroekonomske politike u skladu sa uzrocima, transmisionim mehanizmima i posledicama poremećaja (IMF, april 2009. str. 112-119). Pristup je primenjen u skorije vreme u teorijskoj analizi ciklusa i ekonomske politike u razvijenim tržišnim ekonomijama (Cotis, Coppel, 2005), zatim u praksi u pojedinim razvijenim tržišnim ekonomijama tokom poslednje svetske finansijske i ekonomske krize, a postoje mogućnosti za njegovu primenu i u ekonomijama u razvoju i ekonomijama sa nastajućim tržištima, pa tako i u Srbiji.

ZAKLJUČCI

Doktorska disertacija „Kontraciklična ekonomska politika u prevazilaženju privrednih fluktuacija“ obuhvatila je teorijske i empirijske aspekte analize kontraciklične makroekonomske politike i njene primene u prevazilaženju cikličnih fluktuacija ekonomske aktivnosti, kako u razvijenim tržišnim ekonomijama tako i u ekonomijama u razvoju i ekonomijama sa nastajućim tržištima. Na početku disertacije izložene su teorijsko – metodološke osnove kontraciklične ekonomske politike. *U prvom delu disertacije* predstavljeni su pojam, ciljevi i instrumenti kontraciklične ekonomske politike i načini i mehanizmi njihovog delovanja u prevazilaženju cikličnih privrednih fluktuacija. *U drugom delu disertacije* izloženi su stavovi savremenih makroekonomskih teorija o uzrocima, transmisionim mehanizmima, načinima manifestacije i posledicama ciklične nestabilnosti i njihove preporuke u pogledu načina za vođenje kontraciklične ekonomske politike. U okviru ovog dela izložen je pojam i karakteristike poslovnih ciklusa i predstavljen teorijsko – metodološki okvir za definisanje i analizu poslovnih ciklusa.

Teorijske postavke su zatim u nastavku, *u trećem delu disertacije*, ilustrovane rezultatima empirijskih istraživanja na temu karaktera kontraciklične politike u savremenim tržišnim ekonomijama s jedne, i ekonomijama u razvoju i ekonomijama sa nastajućim tržištima, sa druge strane. Izvršena je komparativna analiza rezultata ovih istraživanja, sa posebnim naglaskom na uspešnost primene i efekte pojedinih mera kontraciklične ekonomske politike u različitim ekonomijama, uz potvrdu hipoteze, postavljene na početku doktorske disertacije, da se iskustva ekonomija sa nastajućim tržištima u pogledu primene mera kontraciklične ekonomske politike mogu koristiti u procesima formulisanja i implementacije kontraciklične ekonomske politike u Srbiji.

U nastavku, *u četvrtom delu disertacije*, predstavljeno je empirijsko istraživanje čiji je cilj bio da se ispita ciklični karakter ekonomske politike u Srbiji u periodu 2001-2011. godine. Istraživanje se sastojalo iz dva dela. U prvom delu istraživanja identifikovane su tačke prekretnice i ciklusi rasta u ekonomskoj aktivnosti Srbije u periodu 2001-2011. i izvršena je ciklična analiza ekonomske aktivnosti. Istraživanje je pokazalo da je u

periodu od 2001-2011. godine ekonomska aktivnost Srbije zabeležila tri vrha i tri dna u ciklusima rasta. Posmatrano od dna do dna, moguće je identifikovati dva cela ciklusa, jedan deo faze ekspanzije, vrh i fazu usporavanja ciklusa koji je počeo pre 2001. godine i, na kraju posmatranog perioda, fazu ekspanzije, vrh i deo faze usporavanja ciklusa koji je počeo nakon dna u novembru 2009. godine. U posmatranom periodu ekonomska aktivnost Srbije bila je nestabilna, sa jednocifrenim stopama rasta bruto domaćeg proizvoda koje variraju po kvartalima. Prosečan rast bruto domaćeg perioda u celokupnom posmatranom periodu iznosio je 3,5% a do izbijanja svetske ekonomske krize tj. zaključno sa 2008. godinom rast je iznosio 5,0%. Prosečno trajanje faza ekspanzije iznosi 17 meseci (5,7 kvartala). Prosečno trajanje faza usporavanja je 22,7 meseci (7,6 kvartala). Prosečno trajanje ciklusa je 37 meseci (12,3 kvartala ili tri godine i jedan mesec). Prosečna amplituda faza ekspanzije je 7,4% a prosečna amplituda faza usporavanja je 8,5%. Amplituda faza tokom vremena postepeno se smanjuje što se može dovesti u vezu sa primenom novog režima monetarne politike – režima inflacionog targetiranja. Oscilacije u ekonomskoj aktivnosti upadljivo se smanjuju od stupanja na snagu režima inflacionog targetiranja 2006. godine. Standardna devijacija ciklične komponente bruto domaćeg proizvoda do kraja 2005. iznosila 2,15 a od 2006. do kraja posmatranog perioda standardna devijacija iznosi 1,62. Dakle, u novom režimu monetarne politike došlo je do stabilizacije cikličnog kretanja ekonomske aktivnosti.

Zatim je izvršeno poređenje cikličnog kretanja ekonomije Srbije sa cikličnim kretanjem ekonomske aktivnosti zemalja Evropske unije (Zone evra). Rezultati empirijskog istraživanja ukazali su da postoji veza između poslovnih ciklusa zemalja Zone evra i Srbije. Tačke prekretnice ciklusa Zone evra prethode tačkama prekretnicama srpske privrede, osim u slučaju poslednjeg vrha, koji je u Srbiji dostignut četiri meseca ranije. Prethođenje je vrlo kratko i sve do poslednje tačke prekretnice iznosi u proseku 2 meseca za vrhove i 4 meseca za dna ciklusa. Koeficijent korelacije je pozitivan i iznosi $r=0,43$ na nultom pomaku a najveći je na t-1 pomaku za Zonu evra i iznosi $r=0,46$ tako da, praktično, dve serije koincidiraju. Sličnosti u cikličnom kretanju privrede Srbije sa ciklusima Zone evra naročito su primetne u drugoj polovini uzorka. Može se dakle potvrditi hipoteza da postoji povezanost između ciklusa Evropske Unije i Srbije koja je postavljena na početku doktorske disertacije. Hipoteza da postoji potreba za aktivnom

kontracikličnom politikom u Srbiji takođe se može se potvrditi. Potvrda ove hipoteze proizilazi iz činjenice da se ciklično kretanje ekonomske aktivnosti u Srbiji može identifikovati i da postoje negativne posledice ovog kretanja u vidu usporavanja ekonomske aktivnosti.

U nastavku empirijskog istraživanja izvršeno je ispitivanje cikličnog karaktera ekonomske politike u Srbiji. Ispitivanje cikličnog karaktera ekonomske politike sastojalo se od analize cikličnog kretanja značajnih makroekonomskih varijabli – indikatora monetarne i fiskalne politike. Na osnovu analize cikličnog kretanja ovih varijabli i korelacije sa agregatnim ciklusom, ispitano je da li je ekonomska politika od 2001 – 2011. godine bila kontraciklična ili prociklična i u kojim svojim segmentima. U istraživanju su korišćene sledeće varijable: novčana masa M2, indeks cena na malo i realan efektivni devizni kurs na strani monetarne i serije javnih prihoda i javnih rashoda – primanja i izdavanja budžeta Republike Srbije, na strani fiskalne politike.

Rezultati empirijskog istraživanja o karakteru fiskalne politike i uticaju na fluktuacije u ekonomskoj aktivnosti ukazuju da je fiskalna politika u posmatranom periodu delovala kontraciklično. Fiskalna izdavanja deluju kontraciklično i sa pomakom, nakon šest kvartala, dok su primanja budžeta prociklična. Kontracikličan karakter fiskalnih izdavanja odgovara predviđanjima u okviru IS-LM modela sa nesavršenom mobilnošću kapitala, gde je u uslovima priliva kapitala fiskalna ekspanzija praćena apresijacijom valute što vremenom dovodi do usporavanja rasta. Do sada, fiskalna politika je samo jednom delovala merama kontraciklične diskrecione politike, u vreme svetske finansijske krize, a intencije Vlade i Ministarstva finansija su da se budžetski deficit smanji kako bi se povećao potencijal za eventualno kontraciklično delovanje merama diskrecione fisklane politike u budućnosti. Fiskalni impuls, konstruisan kao odnos izdavanja i primanja, takođe pokazuje kontracikličan karakter i deluje na $t=0$, $t-3$ pa zatim ponovo na $t-6$ kvartala.

Ciklično delovanje novčane mase M2 u sprskoj privredi je unekoliko protivrečno, ali sudeći po rezultatima kros-korelacione analize i Grejndžerovog testa uzročnosti, novčana masa je prociklična i zaostaje za promenama u ekonomskoj aktivnosti. Realan

efektivni devizni kurs deluje kontraciklično, znak koeficijenta korelacije je negativan i značajan na docnjama od t-8 a najveći je na t-10. Rezultat takođe odgovara predviđanjima u okviru IS-LM modela sa nesavršenom mobilnošću kapitala gde apresijacija kursa u uslovima priliva kapitala dovodi posle određenog vremena do pada u autputu. Cene imaju procikličan karakter, koeficijent kros-korelacije je pozitivan na pozitivnim pomacima: cene su prociklične i kasne za ciklusima u agregatnoj ekonomskoj aktivnosti, što ukazuje da su uzroci cikličnih fluktuacija u periodu od 2001-2011. godine bili prevashodno na strani agregatne tražnje. Kontracikličan potencijal monetarne politike nije korišćen u posmatranom periodu već se novčana masa i cene prilagođavaju promenama u ekonomskoj aktivnosti i agregatnoj tražnji. Kraći pomak za cene u odnosu na novčanu masu između ostalog ukazuje i na postojanje inflacionih očekivanja u privredi.

S obzirom na opažene cikluse u ekonomskoj aktivnosti Srbije i efekte transmisije međunarodnih ciklusa a naročito posledice poslednje svetske finansijske i ekonomske krize, u disertaciji je ukazano da postoji potreba za aktivnom kontracikličnom politikom u Srbiji. Zbog velike povezanosti sa zemljama Evropske unije i zavisnosti od evropskih i međunarodnih ciklusa, naglasak u kontracikličnoj ekonomskoj politici bi trebao da bude u nastojanjima da se ublaže ciklične fluktuacije, da se produže faze ekspanzije i da se poveća otpornost ekonomije na inostrane cikluse. Mere ekonomske politike treba da obuhvate mere spoljnotrgovinske politike kojima bi se izvršila diversifikacija spoljnotrgovinske razmene na različita tržišta i na taj način ublažila podložnost ekonomije međunarodnim ciklusima. S obzirom da se uzroci cikličnih fluktuacija nalaze na strani agregatne tražnje, mere kontraciklične ekonomske politike treba da budu usmerene na upravljanje agregatnom tražnjom. Neophodno je definisati opšti pristup, principe i strategiju vođenja kontraciklične politike. Pristup bi trebao da bude proaktivan i zasnovan na makroekonomskoj analizi i predviđanju i primeni savremenih, inovativnih pristupa poslovnim ciklusima kao što su: iznalaženje pojedinačnih rešenja za izlazak iz krize za svaku zemlju zasnovanih na istraživanju i pronalaženju novih izvora rasta, analiza pojedinačnog ciklusa, njegovih uzroka, karakteristika i transmisije i konstantno vrednovanje makroekonomske politike u svetlu novih okolnosti, specifičnih uzroka i mehanizama transmisije svakog pojedinačnog ciklusa.

LITERATURA

1. Abel, A.B., Bernanke, B.S., Croushore D. (2008), *Macroeconomics*, Pearson Education, Inc
2. Agénor, P.R. and Montiel, J. P. (2008), *Development Macroeconomics*, Princeton University Press, New Jersey
3. Aguiar, M. and Gopinath, G. (2004), „Emerging Market Business Cycles: The Cycle is the Trend”, *NBER Working Paper 10734*, <http://www.nber.org/papers/w10734>
4. Agénor, P.R., McDermott, C. J., Prasad, S. E. (2000), „Macroeconomic Fluctuations in Developing Countries: Some Stylized Facts“, *The World Bank Economic Review*, Vol. 14, NO2: 251-85
<http://wber.oxfordjournals.org/content/14/2/251.full.pdf+html>
5. Ahrend, R., B. Cournède and R. Price (2008), “Monetary Policy, Market Excesses and Financial Turmoil”, *OECD Economics Department Working Papers*, No. 597, OECD Publishing. <http://dx.doi.org/10.1787/244200148201>
6. Arsić M., Mladenović Z., Nojković A., Petrović P., (2005), *Makroekonometrijsko modeliranje privrede Srbije, teorijske osnove i rezultati*, CES MECON, Beograd.
7. Artis, M., Claey's P., “Structural reforms and the business cycle” , OECD, Paris 14/06/2007
<http://www.oecd.org/eco/productivityandlongtermgrowth/38788166.pdf>
8. Barcellan R. (2003), "*Ecotrim: A program for temporal disaggregation of time series*", Workshop on Quarterly National Accounts, Eurostat, http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY_OFFPUB/KS-AO-02-001/EN/KS-AO-02-001-EN.PDF

9. Baxter M., King R. G., (1999), "Measuring Business Cycles: Approximate Band-Pass filters for Economic Time Series", *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 81, No. 4, pp. 575-593
10. Berg, A., Laxton, D., Karam, P. D., (2006), Practical Model-Based Monetary Policy Analysis--A How-To Guide, *IMF Working Paper No. 06/81*
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2006/wp0681.pdf>
11. Benczúr, P., Rátfai, A. (2005), „Economic Fluctuations in Central and Eastern Europe – The Facts”, *Magyar Nemzeti Bank Working Paper 2005/2*
http://english.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/mnbhu_mnbfuze_tek/mnbhu_mf200502/wp2005_2.pdf
12. Bogosavljević S. (1985) "Kratkoročne prognoze metodama ciklične analize", *Zbornik radova Instituta za statistiku iz matematičke statistike i njene primene*, Beograd, SZS.
13. Bogosavljević S., Vujnović B. (1986), *Obrtne tačke jugoslovenskih vremenskih serija 1974-1985*, Savezni zavod za statistiku, Beograd.
14. Boot J.C.G., W. Feibes, J.H.C. Lisman (1967), „Further methods of derivation of quarterly figures from annual data“, *Applied Statistics* 16, 65-75.
15. Centre for European Economic Research GmbH (ZEW), Institute for Advanced Studies (IHS), (2008), „Study on economic integration and business cycle synchronisation”, Project for the EU Commission, Bureau of European Policy Advisers, BEPA-01/2007-PO,
http://ec.europa.eu/dgs/policy_advisers/publications/docs/final_report_study_ze_w.pdf

16. Calderón, C., Fuentes R. (2006), „Characterizing the Business Cycles of Emerging Economies”, CEPR, <http://www.cepr.org/meets/wkcn/1/1638/papers/fuentes.pdf>
17. Cerović B. (2012), *Tranzicija Zamisli i Ostvarenja*, Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta u Beogradu
18. Cerović B., Nojković A. (2008), „Usporavanje reformi u Srbiji: trošak neiskorišćenih mogućnosti“, Zec, M. i B. Cerović (red), Kuda ide Srbija – ostvarenja i dometi reformi, Beograd, NDES i Ekonomski fakultet http://www.ekof.bg.ac.rs/nastava/osnovi_makro_ekonomije/radovi/a-p/A-P-20.pdf
19. Cotis, J-P., Coppel, J. (2005), „Business Cycle Dynamics in OECD Countries: Evidences, Causes and Policy Implications”. *Reserve Bank of Australia Economic Conference, Sydney, Australia July 11-12, 2005.* <http://www.rba.gov.au/publications/conf/2005/cotis-coppel.pdf>
20. Crnomarković J., (2010), „Pregled spoljnotrgovinske robne razmene Republike Srbije u periodu 1988-2009“, Trendovi – septembar 2010, Republički zavod za statistiku
21. Ćirović, M. (1989), *Monetarna ekonomija*, European Centre for Peace and Development University for Peace, Beograd
22. Dagum, E.B. (1983), *The X-11-ARIMA Seasonal Adjustment Method*, Ottawa: Statistics Canada
23. Davis, E. (2010), “Asset Prices and Real Economic Activity”, *OECD Economics Department Working Paper*, No. 764, OECD, Paris.
24. Dimitrijević, B., Fabris, N. (2007), *Ekonomska politika*, Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta u Beogradu

25. Duval, R., J. Elmeskov, and L. Vogel (2007), "Structural Policies and Economic Resilience to Shocks", *OECD Economic Department Working Papers*, No. 567, OECD, Paris. <http://dx.doi.org/10.1787/140152385131>
26. Đukić M. (2013), Detaljan prikaz desezoniranja serije industrijske proizvodnje Srbije metodom X-12-ARIMA, *Narodna banka Srbije, Stručni radovi, 2013*. http://www.nbs.rs/export/sites/default/internet/latinica/90/90_0/2013_26_MDJ.pdf
27. Đukić M., Momčilović J., Trajčev Lj. (2010), Model za srednjoročne projekcije Narodne banke Srbije, *Narodna banka Srbije, Stručni radovi, 2010*. http://www.nbs.rs/export/sites/default/internet/latinica/90/90_0/2011_17_MDj_JM_LjT.pdf
28. Égert, B. (2010), "Fiscal Policy Reaction to the Cycle in the OECD: Pro - or Counter-cyclical?", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 763, OECD Publishing. <http://dx.doi.org/10.1787/5kmft7pthb27-en>
29. European Central Bank (1999) Euro area monetary aggregates and their role in the Eurosystem's monetary policy strategy, *ECB Monthly Bulletin article*, February 1999 pp. 29-40, <http://www.ecb.int/pub/pdf/mobu/mb199902en.pdf?7163f7b8009dd77a8e2868a676b2370f>
30. European Central Bank (2000), Monetary policy transmission in the euro area, *ECB Monthly Bulletin article*, February 1999 pp. 29-40, July 2000, pp. 43-58, http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/mbjul2000_article07.pdf
31. European Central Bank (2010), Monetary policy transmission in the euro area, a decade after the introduction of the euro, *ECB Monthly Bulletin article*, May 2010, pp. 85-98. http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/mb201005en_pp85-98en.pdf

32. Feldstein M. (2002), „ The Role for Discretionary Fiscal Policy in a Low Interest Rate Environment“, *NBER Working Paper 9203*, <http://www.nber.org/papers/w9203.pdf>
33. Franken, H., Le Fort, G., Parrado, E., (2005), „Business Cycle Dynamics and Shock Resilience in Chile“, Central Bank of Chile, Working Papers, N° 331, Septiembre 2005
<http://cdi.mecon.gov.ar/biblio/docelec/bccl/dt/331.pdf>
34. Galí, J., Perotti, R. (2003), „Fiscal Policy and Monetary Integration in Europe,“ *NBER Working Paper 9773*, <http://www.nber.org/papers/w9773.pdf>
35. Hartley, J. E., Hoover, K. D., Salyer, K. D., eds. (1998), *Real Business Cycles: A Reader*, Routledge, London
36. Hemming, R., Kell M. and Mahfouz S. (2002), „The Effectiveness of Fiscal Policy in Stimulating Economic Activity – a Review of the Literature“ IMF Working Paper 02/208
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2002/wp02208.pdf>
37. Hodrick R.J., Prescott E.C. (1997), “Postwar U.S. Business Cycles: an Empirical Investigation”, *Journal of Money Credit and Banking* 29 (1), pp. 1-16.
38. Horvat B. (1969), *Privredni ciklusi u Jugoslaviji*, Institut ekonomskih nauka Beograd
39. International Monetary Fund (2004), *World Economic Outlook (WEO), The Global Demographic Transition*, September 2004, pp. 103-120
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2004/02/pdf/chapter2.pdf>

40. International Monetary Fund (2008)a, „De Facto Classification of Exchange Rate Regime and Monetary Policy Frameworks“, 31.04.2008., <http://www.imf.org/external/np/mfd/er/2008/eng/0408.htm>
41. International Monetary Fund (2008)b, *World Economic Outlook (WEO), Financial Stress, Downturns, and Recoveries*, October 2008, pp. 159-196. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2008/02/pdf/c5.pdf>
42. International Monetary Fund (2008)c, „Structural Reforms and Economic Performance in Advanced and Developing Countries“, Research Department <http://www.imf.org/external/np/res/docs/2008/pdf/061008.pdf>
43. International Monetary Fund (2009)a, „Lessons of the Global Crisis for Macroeconomic Policy,“ *IMF Policy Paper* <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2009/021909.pdf>
44. Ekonomski fakultet – FREN, Ekonomski institut – MAT (2010), Postkrizni model ekonomskog rasta i razvoja Srbije 2011-2020., Beograd, Avgust 2010, www.fren.org.rs
45. International Monetary Fund (2009)b, *World Economic Outlook (WEO), Crisis and Recovery*, April 2009. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2009/01/pdf/c3.pdf>
46. Jakšić, M. (1999), *Razvoj ekonomske misli*. Ekonomski fakultet, Beograd.
47. Jakšić, M., Praščević, A. (2010), *Politička makroekonomija*, Ekonomski fakultet, Beograd
48. Jakšić, M. (2011), „Makroekonomija, politika i ekonomske performanse“, *Ekonomske ideje i praksa*, br. 1 (jul), Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta u Beogradu.

49. Jakšić, M., Prašćević A. (2011), *Makroekonomska analiza*, Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta u Beogradu
50. Jovičić, M. (2002), *Ekonometrijski metodi*, Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta u Beogradu
51. Kaminsky, G. L., Reinhart, C. M. and Végh C.A. (2004), „When It Rains, It Pours: Procyclical Capital Flows and Macroeconomic Policies”, *NBER Working Paper No. 10780* <http://www.nber.org/papers/w10780.pdf>
52. Kovač, O., (1994), *Platni bilans i međunarodne finansije*, Ces Mecon, Beograd
53. Kovačević, R., (2010), *Međunarodne finansije*, Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta u Beogradu
54. Kovačić, Z. (1998), *Analiza vremenskih serija*, Ekonomski fakultet, Beograd
55. Krugman P.R. (2010), *Povratak ekonomije depresije i svetska kriza 2008*, Heliks, Smederevo, 2010.
56. Krugman P.R., Obsfeld M. (2009), *Međunarodna ekonomija: teorija i politika*, Data status, Beograd.
57. Kydland, F. E., Prescott E. C. (1982), „Time to Build and Aggregate Fluctuations“. *Econometrica*, Vol 50, pp. 1345-1370
58. Lane, P. (2003)a, „Business Cycles and Macroeconomic Policy in Emerging Market Economies“. *International Finance* 6(2003),, p. 89 – 108, Blackwell Publishing http://www.tcd.ie/Economics/TEP/2003_papers/TEPNo2PL23.pdf
59. Lane, P. (2003)b, “The Cyclical Behaviour of Fiscal Policy: Evidence from the OECD,” *Journal of Public Economics*, Vol. 87 (December),, pp. 2661–75

<http://www.sciencedirect.com.proxy.kobson.nb.rs:2048/science/journal/0047272>

[7](#)

60. Long J.B., Plosser C.I. (1983), „Real Business Cycle”, *Journal of Political Economy*, Vol. 91, pp.39-69
<http://www.jstor.org.proxy.kobson.nb.rs:2048/stable/pdfplus/1840430.pdf?acceptTC=true>
61. Lutz, G. A. (2002), *Business Cycle Theory*, Oxford University Press
62. Ball, L., Mankiw, G. N., Romer, D. (1988) *Brookings Papers on Economic Activity, 1:1988*. http://scholar.harvard.edu/mankiw/files/new_keynesian.pdf
63. Marić N., (1984), *Osnovne karakteristike jugoslovenskih mesečnih serija 1971-1982*, Savezni zavod za statistiku, Beograd.
64. Marić N., Stojiljković D, (1988), *Fluktuacije jugoslovenskih vremenskih serija*, Savezni zavod za statistiku, Beograd
65. Mishkin, F. (1996), The channels of Monetary Transmission: Lessons for Monetary Policy, *NBER Working Paper 5464*,
<http://www.nber.org/papers/w5464.pdf>
66. Mladenović, Z., Petrović P. (2003), *Uvod u ekonometriju*. Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta u Beogradu
67. Mladenović, Z., Nojković, A. (2008), *Analiza vremenskih serija: primeri iz srpske privrede*, Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta u Beogradu
68. Montiel J. P. (2003), *Macroeconomics in Emerging Markets*. Cambridge University Press.

69. Narodna banka Srbije (2001), (2002), (2003), (2004), (2005), (2006), (2007), (2008), (2009), (2010), (2011), Godišnji izveštaj, <http://www.nbs.rs/internet/cirilica/90/index.html>
70. Narodna banka Srbije (2010), *Izveštaj o inflaciji*, maj 2010. <http://www.nbs.rs/internet/cirilica/90/loi.html>
71. Narodna banka Srbije (2011), Prudencijalne mere, Narodna banka Srbije, http://www.nbs.rs/export/sites/default/internet/latinica/90/90_5/or_prud_mere.pdf
72. Naučno društvo ekonomista Srbije (2007), Tekuća privredna kretanja, ekonomska politika i strukturne promene u Srbiji 2007/2008, Beograd, 15.decembar 2007. (sa EFB)
73. Naučno društvo ekonomista Srbije (2009), Svetska ekonomska kriza i ekonomska politika Srbije u 2009. godini, Jakšić, M. i Prašević, A. red. Beograd, 2009. CID
74. Nelson C., Plosser C. I. (1982), „Trends and Random Walks in Macroeconomic Time Series: Some Evidence and Implications“, *Journal of Monetary Economics*, Vol 10, 139-162 http://schwert.ssb.rochester.edu/a425/jme82_NP.pdf
75. Neumeyer, P. A., Perri, F. (2004), „Business Cycles in Emerging Economies: The Role of Interest Rates“, *NBER Working Paper No. 10387* <http://www.nber.org/papers/w10387.pdf>
76. Obstfeld, M., Rogoff, K. (2009), *Global Imbalances and the Financial Crisis: Products of Common Causes*, Federal Reserve Bank of San Francisco Asia Economic Policy Conference, Santa Barbara, CA, October 18-20, 2009 <http://www.econ.berkeley.edu/~obstfeld/santabarbara.pdf>

77. Ocampo, José Antonio (2002), A Broad View of Macroeconomic Stability, *DESA Working Paper No. 1*, ST/ESA/2005/DWP/1, October 2005.
http://www.un.org/esa/desa/papers/2005/wp1_2005.pdf
78. OECD (2010), *Counter-cyclical economic policy*, Paris: Organisation for Economic Development and Cooperation
<http://www.oecd.org/officialdocuments/displaydocumentpdf/?cote=eco/wkp%282010%2916&doclanguage=en>
79. OECD (2012), "*OECD System of Composite Leading Indicators*",
<http://www.oecd.org/std/leading-indicators/41629509.pdf>
80. Palić, M. (2005), Delotvornost povlačenja primarnog novca, Narodna banka Srbije, Centar za istraživanja, decembar 2005.
http://www.nbs.rs/export/sites/default/internet/latinica/90/90_0/2005_3_MP.pdf
81. Papademos, L. (2003), *Economic Cycles and Monetary Policy*, Speech delivered at the International Symposium of the Banque de France on "Monetary Policy, the Economic Cycle and Financial Dynamics", Paris, 7 March 2003.
http://www.ecb.int/press/key/date/2003/html/sp030307_1.en.html
82. Pejić L., Jakšić M. (1989), *Principi ekonomije*, Savremena administracija, Beograd
83. Petrović, P., Mladenović, Z. (2005), „Ekonometrijsko modeliranje inflacije u Srbiji” *FREN projekat 2005*.
84. Praščević, A. (2008a), *Poslovni ciklusi u makroekonomskoj teoriji i politici*, Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta u Beogradu
85. Praščević, A. (2008b), „The Return to Keynesianism in Overcoming Cyclical Fluctuations?” *Economic Annals*, No. 177, pp. 30-58

86. Praščević, A. (2008c), „Politički faktori makroekonomske nestabilnosti u Srbiji“, Zec, M. i B. Cerović (red), Kuda ide Srbija – ostvarenja i dometi reformi, Beograd, NDES i Ekonomski fakultet
http://www.ekof.bg.ac.rs/nastava/osnovi_makro_ekonomije/radovi/a-p/A-P-20.pdf
87. Radovic – Stojanovic J. (2011), „A Cyclical Analysis of Economic Activity in Serbia“, *OECD Journal: Journal of Business Cycle Measurement and Analysis*, Volume 2011, Issue 2, http://www.oecd-ilibrary.org/economics/a-cyclical-analysis-of-economic-activity-in-serbia_jbcma-2011-5kg0nvzltm48
88. Radović – Stojanović, J. (2009), „Ciklična analiza ekonomske aktivnosti Srbije – mogućnosti i perspektive“ *Trendovi*, Republički zavod za statistiku, mart 2009, Beograd
89. Radović – Stojanović J., Đerić N. (2011), „Indeks industrijske proizvodnje – prva serija srpske ekonomske statistike“, *Megatrend revija*, vol. 8, br. 1, str. 201-227.
90. Ralf, K., (2000), *Business Cycles – Market Structure and Market Interaction*, Springer-Verlag
91. Rand J., Tarp F. (2001), "Business Cycles in Developing Countries: Are They Different?", *World Development*, Volume 30, Issue 12, December 2002, Pages 2071-2088 <http://www.sciencedirect.com/science/journal/0305750X>
92. Republika Srbija, Ministarstvo finansija, Bilten javnih finansija, razni brojevi
<http://www.mfp.gov.rs/pages/issue.php?id=1568>

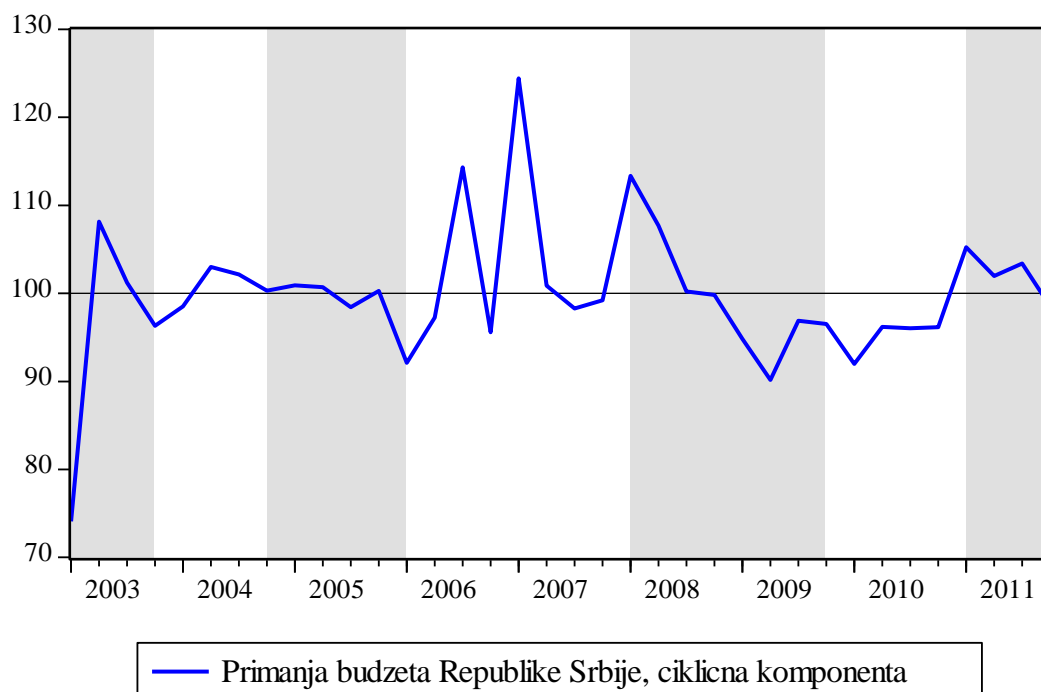
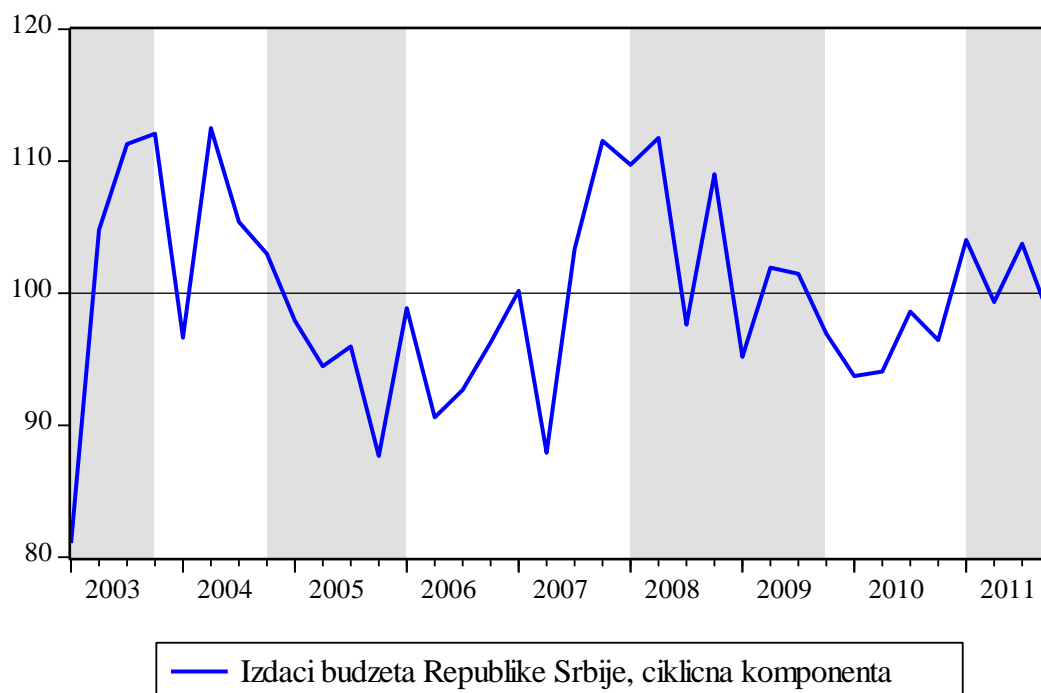
93. Republika Srbija, Ministarstvo finansija (2007), Memorandum o budžetu i fiskalnoj politici za 2008, sa projekcijom za 2009. i 2010. godinu
<http://www.mfin.gov.rs/pages/issue.php?id=6525>
94. Republika Srbija, Ministarstvo finansija (2009), Memorandum o budžetu i ekonomskoj i fiskalnoj politici za 2010, sa projekcijama za 2011. i 2012. godinu
<http://www.mfin.gov.rs/pages/issue.php?id=6525>
95. Sánchez, M., (2007), „What Drives Business Cycles and International Trade in Emerging Market Economies?”, ECB Working Paper No. 730,
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=962871##
96. Shiskin J., Young A., Musgrave J. 1967. “The X11 Variant of the Census Method II Seasonal Adjustment Program”. *Technical Paper n°15, US Bureau of the Census, Washington.*
97. Sutherland, D. (2010), “Monetary Policy Reaction Functions in the OECD”, *OECD Economics Department Working Paper, No. 761, OECD, Paris.*
[http://search.oecd.org/officialdocuments/displaydocumentpdf/?doclanguage=en
&cote=eco/wkp%282010%2917](http://search.oecd.org/officialdocuments/displaydocumentpdf/?doclanguage=en&cote=eco/wkp%282010%2917)
98. Snowdon, B., Vane, R. H. (2005), *Modern Macroeconomics Its Origins, Development and Current State*, Edward Elgar Publishing Limited, Cheltenham, UK • Northampton, MA, USA
99. Taylor B. J., (2000) ‘Reassessing Discretionary Fiscal Policy,’ *Journal of Economic Perspectives* 14, 21-36.
http://www.stanford.edu/~johntayl/Onlinepaperscombinedbyyear/2000/Reassessing_Discretionary_Fiscal_Policy.pdf
100. Uvalic, M. (2010), *Serbia s Transition – Towards a Better Future*, Palgrave Macmillan, Basingstoke, New York

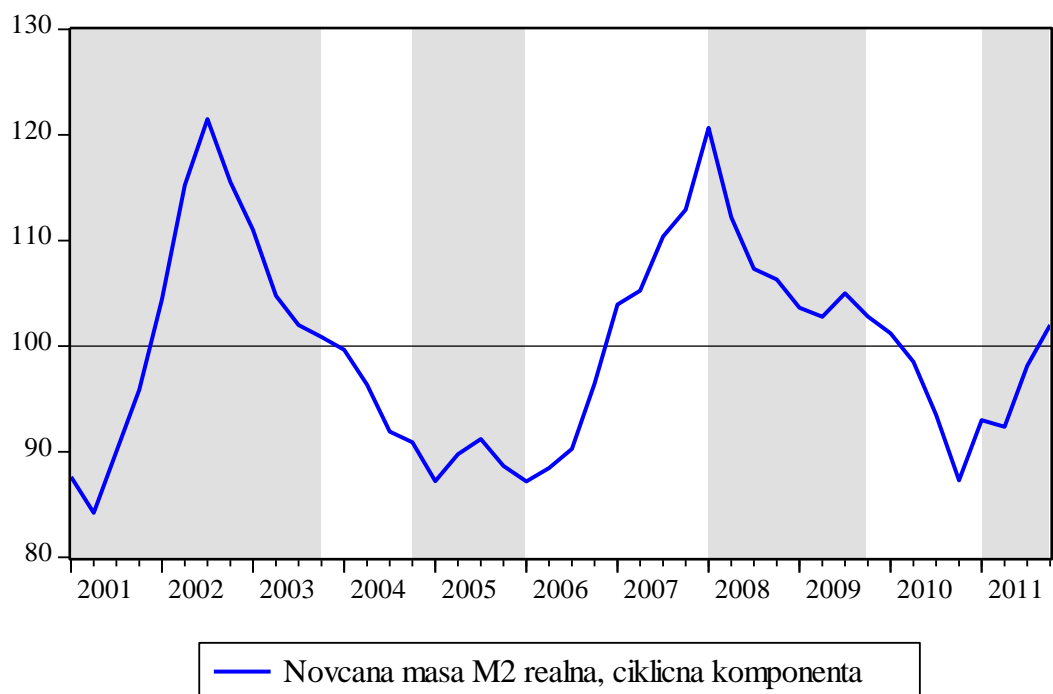
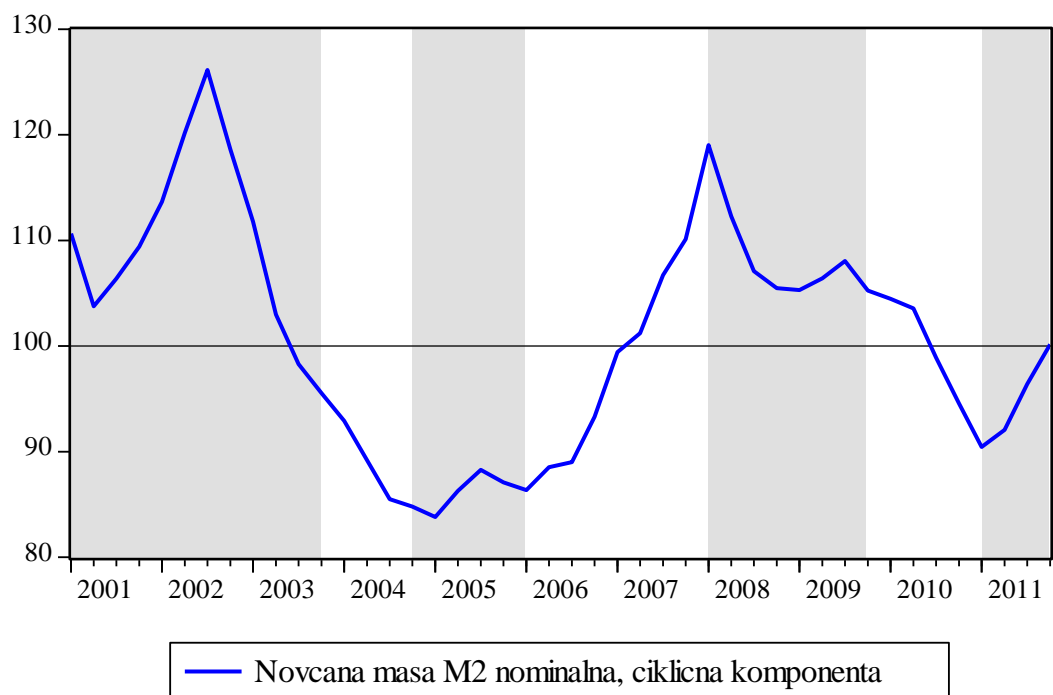
101. Walsh, C.E. (2003), *Monetary Theory and Policy*, MIT Press, Cambridge, Massachusetts
102. Woodford, M. (2003), *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy*, Princeton University Press.
103. Van den Noord, P. (2000), "The Size and Role of Automatic Stabilisers in the 1990s and Beyond" OECD Economics Department Working Papers, No. 230, OECD Publishing. <http://www.oecd.org/dataoecd/21/9/1880834.pdf>
104. Vilaret S., Pješčić V., Đukić M. (2009)., „Osnovne karakteristike i dosadašnje iskustvo Srbije u sprovođenju strategije ciljanja inflacije”, Bankarstvo 5-6, 2009 http://www.ubs-asb.com/Portals/0/Casopis/2009/5_6/B05-06-2009-Vilaret-Pjescic-Djukic.pdf
105. Zarnowitz, V. (1992), *Business Cycles Theory, History, Indicators, and Forecasting*, The University Chicago Press

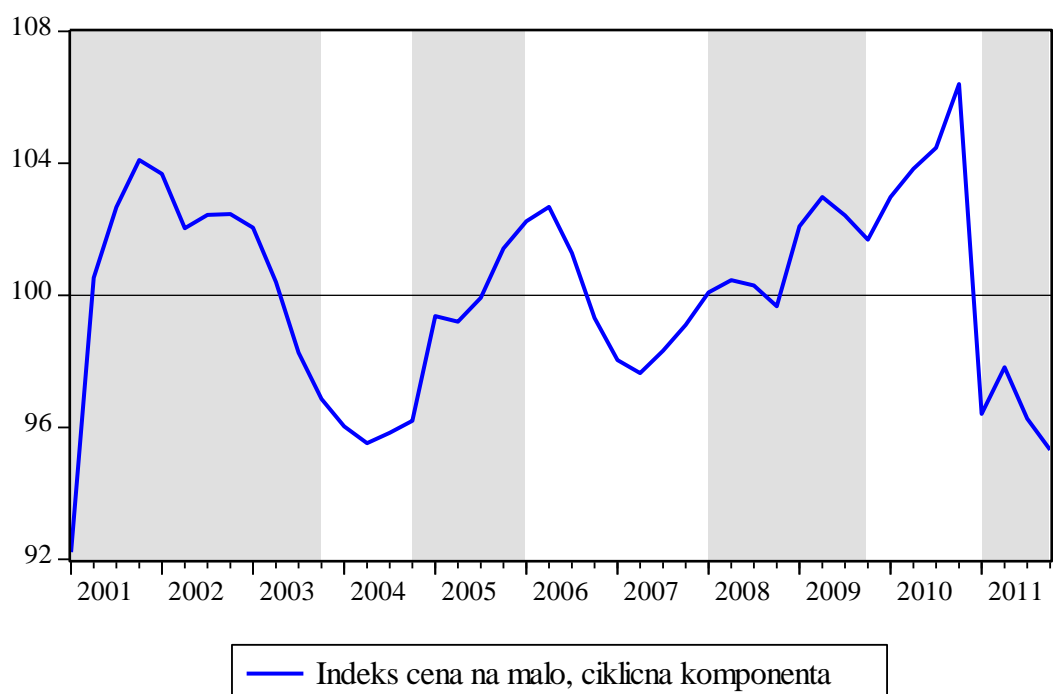
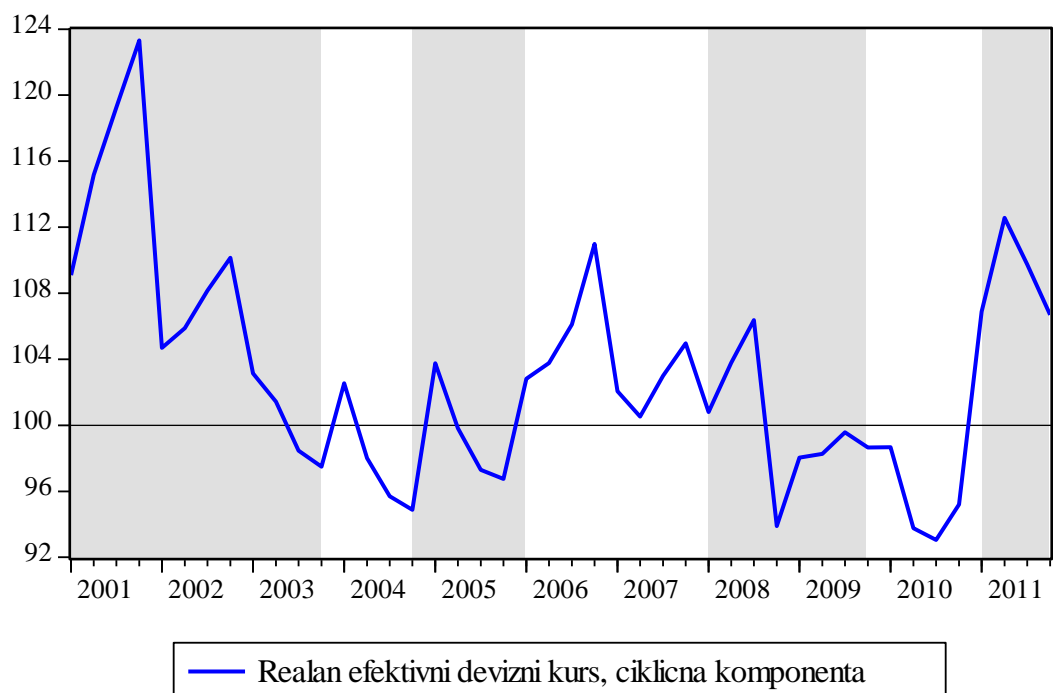
PRILOG

U Prilogu doktorske disertacije prikazane su ciklične komponente serija korišćenih u empirijskom istraživanju: Primanja budžeta Republike Srbije, Izdaci budžeta Republike Srbije, Novčana masa M2 (nominalna i realna), Realan efektivni devizni kurs i Indeks cena na malo.

Izvor serija su Republički zavod za statistiku, Ministarstvo finansija i Narodna banke Srbije. Korišćeni su kvartalni podaci serija. Sezonska komponenta iz serija eliminisana je primenom X11 ARIMA metoda, dok je kao metod za ocenu trenda korišćen Hodrick – Prescott – ov (HP) filter. Ciklična komponenta serija dobijena je deljenjem vrednosti serija trendom i množenjem sa 100. Osenčene oblasti na grafikonima predstavljaju faze usporavanja u ekonomskoj aktivnosti odnosno opadanje u ciklusima rasta bruto domaćeg proizvoda Srbije.







BIOGRAFIJA AUTORA

Mr Jelena Radović – Stojanović rođena je 23.03.1971. godine u Šapcu. Osnovnu i srednju školu završila je u Vrnjačkoj Banji. Ekonomski fakultet u Beogradu upisala je 1989. godine. Diplomirala je 1993. godine na smeru Spoljna i unutrašnja trgovina sa prosečnom ocenom 8,34. Poslediplomske studije upisala je na istom fakultetu na smeru Ekonomika preduzeća. Ispite na poslediplomskim studijama položila je sa prosečnom ocenom 9,63. Magistarski rad pod nazivom "Definisanje i izbor kriterijuma odlučivanja u uslovima rizika i neizvesnosti" odbranila je 2001. godine pod mentorstvom prof. dr Blagoja Paunovića. Doktorsku disertaciju pod nazivom „Kontraciklična ekonomska politika u prevazilaženju privrednih fluktuacija“ na Ekonomskom fakultetu Univerziteta u Beogradu prijavila je 2009. godine pod mentorstvom prof. dr Aleksandre Prašević.

Mr Jelena Radović – Stojanović radi od 1997. godine na Kriminalističko – policijskoj akademiji u Beogradu, najpre kao asistent pripravnik, a zatim i kao asistent na predmetima Osnovi ekonomije i Javne finansije. Volontirala je kao asistent na Ekonomskom fakultetu Univerziteta u Kragujevcu na predmetu Istorija nacionalnog novca. U nastavničko zvanje predavača za užu naučnu oblast Ekonomske nauke za predmet Osnovi ekonomije na strukovnim studijama na Kriminalističko – policijskoj akademiji u Beogradu izabrana je 2008. godine. U više navrata birana je za sekretara Katedre društvenih nauka i obavljala različite odgovorne dužnosti i poslove na Kriminalističko – policijskoj akademiji.

Osim što je autor većeg broja naučnih i stručnih radova iz oblasti makroekonomije, ekonomske statistike i ekonomskog kriminala, mr Jelena Radović – Stojanović je recenzirala za časopise Bezbednost, NBP – Žurnal za kriminalistiku i pravo i Journal of Business Cycle Measurement and Analysis (JBCMA) koji izdaju OECD i CIRET - Centre for International Research on Economic Tendency Surveys, KOF Swiss Economic Institute, Zurich, Switzerland. Učestvovala je na internim projektima Kriminalističko – policijske akademije. Saradnik je Naučnog društva ekonomista Srbije.

Прилог 1.

Изјава о ауторству

Потписани-а Јелена В. Радовић – Стојановић

број индекса _____

Изјављујем

да је докторска дисертација под насловом

Контрациклична економска политика у превазилажењу привредних флукуација

- резултат сопственог истраживачког рада,
- да предложена дисертација у целини ни у деловима није била предложена за добијање било које дипломе према студијским програмима других високошколских установа,
- да су резултати коректно наведени и
- да нисам кршио/ла ауторска права и користио интелектуалну својину других лица.

Потпис докторанда

У Београду, октобар 2013.

Прилог 2.

**Изјава о истоветности штампане и електронске
верзије докторског рада**

Име и презиме аутора Јелена В. Радовић – Стојановић

Број индекса _____

Студијски програм _____

Наслов рада Контрациклична економска политика у превазилажењу привредних
флуктуација

Ментор проф. др Александра Прашчевић

Потписани/а Јелена В. Радовић – Стојановић

Изјављујем да је штампана верзија мог докторског рада истоветна електронској верзији коју сам предао/ла за објављивање на порталу **Дигиталног репозиторијума Универзитета у Београду**.

Дозвољавам да се објаве моји лични подаци везани за добијање академског звања доктора наука, као што су име и презиме, година и место рођења и датум одбране рада.

Ови лични подаци могу се објавити на мрежним страницама дигиталне библиотеке, у електронском каталогу и у публикацијама Универзитета у Београду.

Потпис докторанда

У Београду, октобар 2013.

Прилог 3.

Изјава о коришћењу

Овлашћујем Универзитетску библиотеку „Светозар Марковић“ да у Дигитални репозиторијум Универзитета у Београду унесе моју докторску дисертацију под насловом:

Контрациклична економска политика у превазилажењу привредних
флуктуација

која је моје ауторско дело.

Дисертацију са свим прилозима предао/ла сам у електронском формату погодном за трајно архивирање.

Моју докторску дисертацију похрањену у Дигитални репозиторијум Универзитета у Београду могу да користе сви који поштују одредбе садржане у одабраном типу лиценце Креативне заједнице (Creative Commons) за коју сам се одлучио/ла.

1. Ауторство
2. Ауторство - некомерцијално
3. Ауторство – некомерцијално – без прераде
4. Ауторство – некомерцијално – делити под истим условима
5. Ауторство – без прераде
6. Ауторство – делити под истим условима

(Молимо да заокружите само једну од шест понуђених лиценци, кратак опис лиценци дат је на полеђини листа).

Потпис докторанда

У Београду, октобар 2013.

1. Ауторство - Дозвољавање умножавања, дистрибуцију и јавно саопштавање дела, и прераде, ако се наведе име аутора на начин одређен од стране аутора или даваоца лиценце, чак и у комерцијалне сврхе. Ово је најслободнија од свих лиценци.

2. Ауторство – некомерцијално. Дозвољавање умножавања, дистрибуцију и јавно саопштавање дела, и прераде, ако се наведе име аутора на начин одређен од стране аутора или даваоца лиценце. Ова лиценца не дозвољава комерцијалну употребу дела.

3. Ауторство - некомерцијално – без прераде. Дозвољавање умножавања, дистрибуцију и јавно саопштавање дела, без промена, преобликовања или употребе дела у свом делу, ако се наведе име аутора на начин одређен од стране аутора или даваоца лиценце. Ова лиценца не дозвољава комерцијалну употребу дела. У односу на све остале лиценце, овом лиценцом се ограничава највећи обим права коришћења дела.

4. Ауторство - некомерцијално – делити под истим условима. Дозвољавање умножавања, дистрибуцију и јавно саопштавање дела, и прераде, ако се наведе име аутора на начин одређен од стране аутора или даваоца лиценце и ако се прерада дистрибуира под истом или сличном лиценцом. Ова лиценца не дозвољава комерцијалну употребу дела и прерада.

5. Ауторство – без прераде. Дозвољавање умножавања, дистрибуцију и јавно саопштавање дела, без промена, преобликовања или употребе дела у свом делу, ако се наведе име аутора на начин одређен од стране аутора или даваоца лиценце. Ова лиценца дозвољава комерцијалну употребу дела.

6. Ауторство - делити под истим условима. Дозвољавање умножавања, дистрибуцију и јавно саопштавање дела, и прераде, ако се наведе име аутора на начин одређен од стране аутора или даваоца лиценце и ако се прерада дистрибуира под истом или сличном лиценцом. Ова лиценца дозвољава комерцијалну употребу дела и прерада. Слична је софтверским лиценцама, односно лиценцама отвореног кода.

Прилог 1.

Изјава о ауторству

Потписани-а Јелена В. Радовић – Стојановић

број индекса _____

Изјављујем

да је докторска дисертација под насловом

Контрациклична економска политика у превазилажењу привредних флукуација

- резултат сопственог истраживачког рада,
- да предложена дисертација у целини ни у деловима није била предложена за добијање било које дипломе према студијским програмима других високошколских установа,
- да су резултати коректно наведени и
- да нисам кршио/ла ауторска права и користио интелектуалну својину других лица.

Потпис докторанда

У Београду, октобар 2013.

Јелена Радовић – Стојановић

Прилог 2.

Изјава о истоветности штампане и електронске верзије докторског рада

Име и презиме аутора Јелена В. Радовић – Стојановић

Број индекса _____

Студијски програм _____

Наслов рада Контрациклична економска политика у превазилажењу привредних
флукуација

Ментор проф. др Александра Прашчевић

Потписани/а Јелена В. Радовић – Стојановић

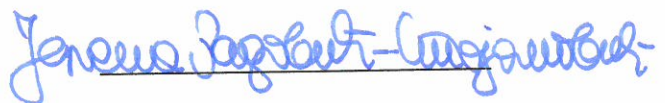
Изјављујем да је штампана верзија мог докторског рада истоветна електронској верзији коју сам предао/ла за објављивање на порталу **Дигиталног репозиторијума Универзитета у Београду**.

Дозвољавам да се објаве моји лични подаци везани за добијање академског звања доктора наука, као што су име и презиме, година и место рођења и датум одбране рада.

Ови лични подаци могу се објавити на мрежним страницама дигиталне библиотеке, у електронском каталогу и у публикацијама Универзитета у Београду.

Потпис докторанда

У Београду, октобар 2013.



Прилог 3.

Изјава о коришћењу

Овлашћујем Универзитетску библиотеку „Светозар Марковић“ да у Дигитални репозиторијум Универзитета у Београду унесе моју докторску дисертацију под насловом:

Контрациклична економска политика у превазилажењу привредних
флукутација

која је моје ауторско дело.

Дисертацију са свим прилозима предао/ла сам у електронском формату погодном за трајно архивирање.

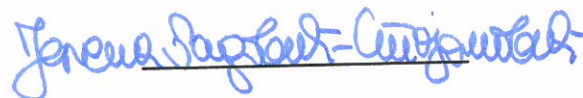
Моју докторску дисертацију похрањену у Дигитални репозиторијум Универзитета у Београду могу да користе сви који поштују одредбе садржане у одабраном типу лиценце Креативне заједнице (Creative Commons) за коју сам се одлучио/ла.

1. Ауторство
2. Ауторство - некомерцијално
3. Ауторство – некомерцијално – без прераде
4. Ауторство – некомерцијално – делити под истим условима
5. Ауторство – без прераде
6. Ауторство – делити под истим условима

(Молимо да заокружите само једну од шест понуђених лиценци, кратак опис лиценци дат је на полеђини листа).

Потпис докторанда

У Београду, октобар 2013.



1. Ауторство - Дозвољаваате умножавање, дистрибуцију и јавно саопштавање дела, и прераде, ако се наведе име аутора на начин одређен од стране аутора или даваоца лиценце, чак и у комерцијалне сврхе. Ово је најслободнија од свих лиценци.

2. Ауторство – некомерцијално. Дозвољаваате умножавање, дистрибуцију и јавно саопштавање дела, и прераде, ако се наведе име аутора на начин одређен од стране аутора или даваоца лиценце. Ова лиценца не дозвољава комерцијалну употребу дела.

3. Ауторство - некомерцијално – без прераде. Дозвољаваате умножавање, дистрибуцију и јавно саопштавање дела, без промена, преобликовања или употребе дела у свом делу, ако се наведе име аутора на начин одређен од стране аутора или даваоца лиценце. Ова лиценца не дозвољава комерцијалну употребу дела. У односу на све остале лиценце, овом лиценцом се ограничава највећи обим права коришћења дела.

4. Ауторство - некомерцијално – делити под истим условима. Дозвољаваате умножавање, дистрибуцију и јавно саопштавање дела, и прераде, ако се наведе име аутора на начин одређен од стране аутора или даваоца лиценце и ако се прерада дистрибуира под истом или сличном лиценцом. Ова лиценца не дозвољава комерцијалну употребу дела и прерада.

5. Ауторство – без прераде. Дозвољаваате умножавање, дистрибуцију и јавно саопштавање дела, без промена, преобликовања или употребе дела у свом делу, ако се наведе име аутора на начин одређен од стране аутора или даваоца лиценце. Ова лиценца дозвољава комерцијалну употребу дела.

6. Ауторство - делити под истим условима. Дозвољаваате умножавање, дистрибуцију и јавно саопштавање дела, и прераде, ако се наведе име аутора на начин одређен од стране аутора или даваоца лиценце и ако се прерада дистрибуира под истом или сличном лиценцом. Ова лиценца дозвољава комерцијалну употребу дела и прерада. Слична је софтверским лиценцама, односно лиценцама отвореног кода.