

---

<https://doi.org/10.54318/eip.2021.nk.304>

---

**NEMANJA KOSANOVIĆ<sup>1</sup>**E-mail: [nemanja.kosanovic@hotmail.com](mailto:nemanja.kosanovic@hotmail.com)

# NOVA NEOKLASIČNA SINTEZA I EKONOMSKA POLITIKA POSLE VELIKE RECESIJE 2008. GODINE

## NEW NEOCLASSICAL SYNTHESIS AND ECONOMICS POLICY AFTER GREAT RECESSION 2008.

---

**JEL KLASIFIKACIJA: A100, B220, E620, E000**

---

**APSTRAKT:**

*Cilj ovog rada je da predstavi osnovne doprinose nove neoklasične sinteze makroekonomske teoriji i na njoj zasnovane preporuke ekonomskoj politici. Nova neoklasična sinteza predstavlja novi konsenzus u makroekonomiji, a nastala je sintezom hipoteza različitih ekonomskih škola. Međutim, Velikom recesijom 2008. godine mnoge hipoteze su dovedene u pitanje, a otvorena je i debata o pravcu do tad vođene ekonomske politike. Zanemarena finansijska tržišta dolaze u fokus posle izbijanja ekonomske i finansijske krize 2008. godine, za čiji nastanak je najzaslužnija pogrešno vođena monetarna politika i nedovoljno kontrolisan finansijski sektor. U vođenju ekonomske politike reafirmisana je pasivna uloga fiskalne politike, dok makroprudencijalne politike dobijaju na svom značaju. Napuštanjem neoklasične dogme o savršenoj samoregulaciji i konkurenciji otpočeta je reafirmacija ekonomske teorije i politike.*

---

1 Master ekonomista, Univerzitet u Beogradu, Ekonomski fakultet, Kamenička 6, 11000 Beograd, Srbija.

**KLJUČNE REČI:****NOVA NEOKLASIČNA SINTEZA, VELIKA RECESIJA, EKONOMSKA POLITIKA**

---

**ABSTRACT:**

*The aim of this paper is to present the basic contributions of the new neoclassical synthesis to macroeconomic theory and the recommendations based on it for economic policy. The new neoclassical synthesis represents a new consensus in macroeconomics and was created by the synthesis of hypotheses from different economic schools. However, with the Great Recession of 2008, many hypotheses were called into question, and a debate was opened on the direction of the economic policy pursued until then. Neglected financial markets came into focus after the outbreak of the economic and financial crisis, the emergence of which is largely due to misguided monetary policy and insufficiently controlled financial sector. The passive role of fiscal policy has been reaffirmed in the conduct of economic policy, while macroprudential policies are gaining in importance. By abandoning the neoclassical dogma of perfect self-regulation and competition, the reaffirmation of economic theory and politics began.*

---

**KEYWORDS:****NEW NEOCLASSICAL SYNTHESIS, GREAT RECESSION, ECONOMIC POLICY**

---

# 1. UVOD

Glavni pravci razvoja makroekonomske teorije su bili kejnzijanski i (neo)klasični, dok se u savremenoj makroekonomskoj teoriji teži njihovoj integraciji i postizanju konsenzusa. Kejnsove ideje o heterogenosti privrednih subjekata, imanentnoj nestabilnosti kapitalističkih privreda i neophodnoj državnoj intervenciji u neravnotežnim uslovima privrede, oštro se suprotstavljaju (neo)klasičarskoj tradiciji savršenog samoregulišućeg tržišnog mehanizma, savršenoj konkurenciji i fleksibilnosti cena, pri čemu je privreda permanentno u ravnotežnom stanju. Dok po Kejnsovom shvatanju tržišni neuspesi, nominalne i realne rigidnosti dovode do nevoljne nezaposlenosti, stvarajuću ravnotežu ispod nivoa pune zaposlenosti u kratkom roku, po (neo)klasičarskim shvatanjima racionalni ekonomski subjekti maksimiraju svoju korisnost/profit, a fleksibilne cene i neutralnost novca omogućavaju dugoročnu *laissez-faire* ravnotežu. Kejnsova nestabilna privreda zahteva diskrecionu ekonomsku politiku, dok (neo)klasična *laissez-faire* privreda zahteva njeno odsustvo. Razvojem hipoteza o racionalnom ponašanju ekonomskih subjekata i o permanentnom tržišnom ekvilibrijumu, nova klasična makroekonomija je zauzela svoje mesto u istoriji ekonomskih ideja. Kako racionalno ponašanje vodi optimalnoj alokaciji resursa, svako državno mešanje u takvu alokaciju je kontraproduktivno, dok je ekonomska politika neefikasna.

Revidiranje originalnih Kejnsovih ideja, kroz novi kejnzijizam, zadržana je hipoteza o rigidnim cenama i nadnicama, koje su posledica mikroekonomskih faktora poslovanja preduzeća. Postojanje troškova promena cena, kolektivni ugovori, strateško ponašanje zaposlenih radnika i poslodavaca, kao i strateško ponašanje preduzeća u uslovima neizvesnosti i nedovoljne informisanosti, utiču na otežavanje procesa prilagođavanja cena, odnosno na njihovu nefleksibilnost. Kao implikacija rigidnosti cena javlja se neophodnost aktivne ekonomske politike, pri čemu je akcenat na monetarnoj politici i reagovanju centralne banke preko kamatne stope<sup>2</sup>. Iako je novi kejnzijizam nastao kao odgovor na liberalne ekonomske ideje, ipak nije predstavljao radikalni raskid sa njima.

Krajem 80-ih godina prošlog veka dolazi do konvergencije ovih različitih teorijskih pravaca. Vrhunac integracije različitih makroekonomskih teorija i hipoteza dostignut je 90-ih godina XX veka, koji je materijalizovan u *novoj neoklasičnoj sintezi*. Ova sinteza je rezultat povezivanja makroekonomske teorije na kejnzijanskim pretpostavkama sa mikroekonomskim teorijama zasnovanim na modelu opšte ravnoteže<sup>3</sup>. Za razliku od stare neoklasične sinteze<sup>4</sup>, nova neoklasična sinteza integriše očekivanja ekonomskih subjekata i intertemporalni izbor u svoje modele. Kontekst nastanka novog konsenzusa u makroe-

- 
- 2 Monetarna politika treba da bude vođena u skladu sa *Tejlorovim pravilom*:  $i_t = \pi_t + r_t^* + a_z(\pi_t - \pi_t^*) + a_y(y_t - \bar{y}_t)$ . Kratkoročna ciljane nominalna kamatna stopa treba da bude usklađena sa odstupanjem stvarne od ciljane inflacije, i gepom odstupanja stvarnog od potencijalnog outputa. Instrument monetarne politike je promenjen, ponuda novca je zamenjena kamatnom stopom.
  - 3 Termin nova neoklasična sinteza prvi put je upotrebljen u radu *Nova neoklasična sinteza i uloga monetarne politike*, Marvina Goodfrenda (*Marvin Seth Goodfriend*) i Roberta Kinga (*Robert Graham King*), Goodfriend, M., King, R. (1997), str. 231-296.
  - 4 Hiks-Samjuelsonova sinteza, odnosno neoklasična sinteza koja je bila dominantna 1950-1970, predstavlja pokušaj integracije Hiksove interpretacije Kejnsove teorije i mikroekonomskih elemenata neoklasike. Kako je sinteza pokušaj kompromisa, u njoj su zanemareni kejnsovi elementi granične efikasnosti kapitala i očekivanja preduzetnika. Međutim, u novu neoklasičnu sintezu integrisana su očekivanja ekonomskih subjekata, ali i elementi ekonomskih škola koje su se razvijale u kasnijem periodu, poput nove klasične makroekonomije i novih kejnzijanaca. Za detaljniji pregled pogledati Šoškić, B. (1968), Šoškić, B. (1983.), Blagojević, O., (1996), Jakšić, M., Pejić, L., (1999).

konomiji vezan je za povoljnu privrednu konjunkturu u razvijenim tržišnim ekonomijama počev od sredine osamdesetih godina prošlog veka, koji su karakterisale relativno blage privredne fluktuacije, praćene niskom stopom inflacije i visokom predvidivošću mera ekonomske politike<sup>5</sup>.

## 2. NOVA NEOKLASIČNA SINTEZA

Osnovni elementi nove neoklasične sinteze<sup>6</sup> su:

- a) proširivanje makroekonomskih modela intertemporalnom optimizacijom;
- b) hipoteza racionalnih očekivanja;
- c) napuštanje pretpostavke o savršenim tržištima i analiza nesavršene konkurencije na robnom i novčanom tržištu i tržištu radne snage;
- d) postojanje određenih troškova prilagođavanja cena koji vode do njihove rigidnosti.

Nova neoklasična sinteza nastala je kao pokušaj stvaranja novog makroekonomskog konsenzusa, odnosno makroekonomske teorije koja će imati jake mikroekonomske osnove. Integracija različitih hipoteza i teorija dovela je do stvaranja konherentnog teorijskog okvira za makroekonomsku analizu i vođenje ekonomske politike. Primenom dinamičko-stohastičkog modela opšte ravnoteže (eng. *Dynamic stochastic general equilibrium* (DSGE)) vrši se vremensko modeliranje kretanja potencijalnog outputa, što je omogućeno primenom teorije realnih poslovnih ciklusa. Međutim, glavni uzrok odstupanja stvarnog od potencijalnog outputa je rigidnost cena i nadnica, koja podrazumeva primenu novokejnzijanskih elemenata. Na načelima realnih poslovnih ciklusa, nova neoklasična sinteza uzroke privrednih fluktuacija nalazi u realnim šokovima, odnosno šokovima koji dolaze sa strane ponude, ali na njih ne gleda pozitivno. Fluktuacije ekonomske aktivnosti su izazvane neanticipiranim šokovima u ponudi i tražnji. Pošto su u sistemu prisutne rigidnosti cena i nadnica, kao i imperfektnosti tržišnog mehanizma i sporo prilagođavanje na šokove, kratkoročno su mogući realni efekti na proizvodnju i zaposlenost, iako su ekonomski subjekti racionalni i vode se principom maksimiranja. Druga važna implikacija nove neoklasične sinteze je vezana za uticaj ponude novca, odnosno da novac može biti ne-neutralan u kratkom roku. Do realnih efekata dolazi zbog kašnjenja u prilagođavanju cena promenama instrumenata monetarne politike. Realni efekti su kratkoročni, dok se sistem u dugom roku prilagođava i apsorbuje sve poremećaje, čime se formira nova ravnoteža. Ova ravnoteža može biti ista kao pre nastanka šoka ili može doći do uspostavljanja novog dugoročnog ravnotežnog stanja<sup>7</sup>. Glavni uzrok formiranja neoptimalne ravnoteže nalazi se u nesavršenoj konkurenciji i tržišnim rigidnostima. Sporo prilagođavanje cena je rezultat reakcije preduzeća koja, u nastojanju da maksimiraju profit, donose odluke o najprihvatljivijem obimu outputa i nivoa cena<sup>8</sup>. Kako bi se ubrzalo prilagođavanje i formiranje nove ravnoteže kreatori ekonomske politike treba da vode aktivnu ekonomsku politiku koja će biti bazirana na pravilima. Tako vođena politika treba da smanji odstupanje stvarnog od potencijalnog outputa i da omogućiti dostizanje planirane inflacije. „Popularnosti“ nove

5 Mihajlović, V., Gordana, M., (2019), str. 21-32.

6 Snowdon, B., Vane, H.R., (2005), str. 411.

7 Bludnik, I., (2009), str. 11-12.

8 Marjanović, G., Mihajlović, V., (2011), str. 97-114.

neoklasične sinteze doprinele su njena teorijska rešenja i preporuke u vođenju ekonomske politike. Retke i blage fluktuacije, niska stopa inflacije i stabilna ekonomska politika u poslednje dve decenije XX veka u razvijenim zemljama ukazali su na ispravnost ove sinteze. Međutim, upućena je kritika da su takve makroekonomske okolnosti posledica odsustva većih značajnijih šokova, a da je nova klasična sinteza nastala u stabilnim makroekonomskim uslovima kao i stara neoklasična sinteza, koja je nastala u uslovima „zlatnog“ doba makroekonomije<sup>9</sup>. Takođe, nedostatak nove neoklasične sinteze je i nedovoljno uključivanje finansijskih tržišta i stav da ona ne mogu biti uzročnici ekonomske krize, već samo amplifikuju šokove.

## 2.1. Ekonomska politika od Kejnsa do nove neoklasične sinteze

Pravci vođenja ekonomske politike determinisani su teorijskim osnovama svojih protagonista. Prvi, baziran je na kejnsovoj ekonomskoj teoriji inherentno nestabilnog privrednog sistema i presudnog uticaja agregatne tražnje na stanje privredne aktivnosti. Kako same po sebi ne postoje ekonomske sile koje bi dovodile i održavale sistem u permanentnom ravnotežnom stanju, privrednom sistemu je neophodna aktivna državna politika. Međutim kreatori ekonomske politike moraju da vode računa o vremenskoj konzistentnosti svojih odluka. Ekonomska politika postaje nekonzistentna ukoliko se, optimalna politika u periodu  $t$ , pokaže kao neoptimalna u periodu  $t+n$ <sup>10</sup>. Drugi, zasnovan je na klasičarskim i liberalnim idejama *laissez-faire-a* immanentno stabilnog privrednog sistema. Tržišnim mehanizmom privredni sistem ostvaruje konstantnu ravnotežu, optimalnu alokaciju resursa, dugoročnu stabilnost i otklanjanje odstupanja od optimalnog ekvilibrijuma. Kako je tržišni mehanizam „savršen“, a privredni sistem stabilan, nikakvo mešanje države fundamentalno nije neophodno. Sa problemom stagflacije u akademskoj ekonomskoj zajednici prihvaćene su Fridmanove ideje, čime je monetarizam nadvladao kejnzijansku ekonomsku doktrinu. Neslaganje sa radikalnim Fridmanovim idejama potpune liberalizacije tržišta i uklanjanje države iz ekonomskih aktivnosti doprinelo je razvijanju drugih makroekonomskih teorija i koncepcija, poput nove klasične makroekonomije i novih kenzijanaca. Po prvima racionalno ponašanje će voditi neefikasnoj anticipiranoj monetarnoj politici, dok po drugima rigidnost cena opravdava aktivnu ekonomsku politiku.

Sa uključivanjem rigidnosti cena i ograničenom konkurencijom na tržištima u novoj neoklasičnoj sintezi prihvaćen je stav da je aktivna ekonomska politika neophodna kako bi bila uspostavljena ravnoteža. Pošto su očekivanja ekonomskih subjekata racionalna, ekonomska politika mora biti zasnovana na pravilima, sa osnovnim ciljem dugoročne cenovne stabilnosti koji će omogućiti ostvarivanje svih ostalih ciljeva vezanih za realni sektor privrede (proizvodnju i zaposlenost). Od 80-ih godina prošlog veka, akademska ekonomija će se pretvoriti u trku konstruisanja modela sa ne tako kvalitetnim razvojem teorijske podloge.

9 Zlatno doba makroekonomije obuhvata period od 40-ih do 70-ih godina XX veka.

10 Snowdon, B., Vane, H.R., (2005), str. 551.

## 2.2. Monetarna politika

Kako je borba sa inflacijom postala jedini cilj ekonomske politike posle monetarističke kontrarevolucije, tako je i u novu neoklasičnu sintezu integrisana opravdanost dezinflacione politike: prvo, usled nefleksibilnosti cena inflacija dovodi do distorzije relativnih cena, drugo, sa rastom inflacije preduzeća često menjaju cene pri čemu snose meni troškove<sup>11</sup>, i treće, inflacija otežava donošenje odluka ekonomskih subjekata i intertemporalni izbor čini neizvesnijim, dok ujedno utiče i na promenu odnosa sadašnje i buduće potrošnje menjajući realnu stopu prinosa na finansijsku aktivu. Međutim, ni nulta inflacija nije prihvaćena kao cilj monetarne politike pošto postoji opasnost da privreda sklizne u deflaciju. Takođe, u uslovima nulte nominalne kamatne stope nemoguće je smanjiti realne kamatne stope, pošto bi to podrazumevalo negativne realne kamatne stope<sup>12</sup>. Prihvaćen je stav o blagoj inflaciji i monetarnoj politici zasnovanoj na pravilima. Da bi vođenje monetarne politike bilo uspešno neophodno je funkcionisanje transmissionog mehanizma kroz koji se prenosi uticaj instrumenata monetarne politike. Izbor instrumenata zavisi od karaktera ponude novca. Egzogeni ponuda novca je implikacija kvantitativne teorije novca, tako što centralna banka određuje primarnu ponudu novca, koja posredstvom novčanog multiplikatora utiče na ponudu novca u širem smislu. Ukoliko je ponuda novca povećana, doći će do pada kamatnih stopa, rasta kredita, odnosno podsticanja investicione aktivnosti, što kao krajnji rezultat ima rast proizvodnje i zaposlenosti. Drugi uticaj ponude novca je na relativne cene i prinose, kao i na sveukupno ponašanje ekonomskih subjekata. Glavna implikacija ovako određene ponude novca je da je novac dugoročno neutralan, odnosno da iako u kratkom roku ima realne efekte, u dugom roku jedino rezultira rastu inflacije. Endogeno određena ponuda novca bazirana je na stavu da pored centralne banke i komercijalne banke mogu uticati na ponudu novca, preko kreditnih linija. Centralna banka zadržava samo eskuzivitet određivanja primarne ponude novca. Nivo privredne aktivnosti diktira tražnju za kreditima, odnosno potrebu za rastom ponude novca.

U okviru nove neoklasične sinteze prihvaćen je stav o endogeno određenoj ponudi novca, dok se monetarnom politikom utiče na referentnu kamatnu stopu, koja utiče na tržišnu kamatnu stopu na pozajmljena sredstva. Snižavanjem kamatne stope dolazi do rasta ponude kredita i promene ponude novca. Takođe, zadržan je stav o dugoročno neutralnom karakteru novca, odnosno odbačeno je važenje kvantitativne teorije novca i egzogeni karakter ponude novca, ali je zadržan zaključak da je novac dugoročno neutralan<sup>13</sup>. Novom neoklasičnom sintezom naglasak je stavljen na monetarna pravila, očuvanje kredibiliteta nosilaca ekonomske politike i vremensku konzistentnost politike. Kao glavni instrument u vođenju monetarne politike centralna banka koristi kratkoročnu kamatnu stopu, sa ciljem postizanja cenovne stabilnosti. Inicijalna promena nominalne kamatne stope ( $i$ ) vodi do promena u realnoj kamatnoj stopi ( $r$ ), investicijama ( $I$ ), potrošnji ( $C$ ), proizvodnji ( $Y$ ),

11 Ovi troškovi se nazivaju *meni troškovi* jer simbolišu troškove štampanja novih menija u restoranima pri svakoj promeni cena. Pri odsustvu troškova prilagođavanja, u uslovima savršene konkurencije, prisutna je velika fleksibilnost cena jer svako preduzeće koje se ne prilagodi konkurentnim cenama ugrožava svoje poslovanje i opstanak na tržištu. Međutim, preduzeća na nesavršenim tržištima u manjoj ili većoj meri sama određuju cenu svojih proizvoda, a svaka promena cene značajno utiče na profit preduzeća. Zato će postojanje čak i malih troškova prilagođavanja cena generisati značajne nominalne rigidnosti. Ukupni (makroekonomski) efekti su veći i predstavljaju zbir negativnih efekata pojedinačnih preduzeća čime dolazi do eksternalija agregatne tražnje.

12 Pétursson, T. G., (2000), str. 42.

13 Fontana, G., Palacio-Vera, A., (2003), str. 512.

nezaposlenosti ( $U$ ), veličini stvarnog autput gega ( $y - \bar{y}$ ) i inflaciji ( $\pi$ ). Odnosno, mogu se izdvojiti:

a) *kanal agregatne tražnje*

$$\Delta i \Rightarrow \Delta r \Rightarrow \Delta C, \Delta I \Rightarrow \Delta AD \Rightarrow \Delta Y, \Delta U \Rightarrow \Delta(y - \bar{y}) \rightarrow \pi$$

b) *kanal inflacionih očekivanja*

$$\Delta i \Rightarrow \Delta(\pi - \pi^T) \Delta E_t(\pi_{t+1})$$

Kanal agregatne tražnje je delimično omogućen rigidnim cenama i nadnicama u kratkom roku, dok je njegovo delovanje pojačano očekivanjima i na osnovu njih delovanjem kanala inflacionih očekivanja. Tako je osigurano da centralna banka promenom nominalne kamatne stope u tekućem periodu utiče na realnu kamatnu stopu pri očekivanjima o budućoj stopi inflacije u tekućem periodu. Uticaj na agregatnu tražnju omogućava vođenje aktivnije monetarne politike, dok jači uticaj kroz kanal inflacionih očekivanja omogućava manja odstupanja od dugoročno zacrtane cenovne stabilnosti.

Kako bi se očuvao kredibilitet kreatora monetarne politike i kako bi se uticalo na očekivanja racionalnih ekonomskih subjekata neophodno je da pravilno bude izabran *režim monetarne politike*. Režim monetarne politike treba da omogući prevazilaženje problema vremenske nekonzistentnosti monetarne politike, a najveći uticaj na očekivanja ekonomskih subjekata imaju režimi targetiranja. Kroz režim targetiranja centralna banka treba da minimizira funkciju gubitka, odnosno da minimizira odstupanje ciljanih varijabli od targetiranih vrednosti. Finalni cilj režima targetiranja je cenovna stabilnost, zato je za njihovo efikasno funkcionisanje neophodno ispravno definisano nominalno sidro, tj. nominalna varijabla koja će promovisati zadate ciljeve monetarne politike. Nominalno sidro ima značajnu ulogu u formiranju očekivanja javnosti. Takođe, ono ograničava diskreciono pravo kreatora ekonomske politike čineći politiku vremenski konzistentnom<sup>14</sup>. Ukoliko se kao režim monetarne politike izabere *targetiranje deviznog kursa*, za nominalno sidro će biti postavljena fiksirana vrednost domaće valute u odnosu na vrednost inostrane valute zemlje s niskom inflacijom. Ukoliko je režim *targetiranje monetarnih agregata*, kao nominalno sidro poslužiće monetarni agregat koji je u vezi s niskom inflacijom (npr. ponuda novca). Međutim, vezivanje domaće monetarne politike za inostranu valutu ograničava kreatora monetarne politike i prenosi deo monetarnog suvereniteta na inostrane monetarne institucije. Takođe, kanalom deviznog kursa se mogu preneti razni finansijski i privredni poremećaji na domaću privredu. Dok, kod targetiranja nominalnih agregata javlja se problem između instrumenata politike i varijabli cilja, pri čemu dostizanje ciljanog agregata ne garantuje postizanje cilja. Zato se od 90-ih godina XX veka za režim monetarne politike uzima *ciljanje inflacije*, pri čemu stopa inflacije može biti određena konkretnom numeričkom vrednošću ili ciljanim koridorom. U SAD se primenjuje implicitno targetiranje, budući da se ne postavlja konkretna vrednost ciljane stope inflacije i monetarna politika se vodi na bazi pravila sa povratnom spregom, kao što je tejlorovo pravilo<sup>15</sup>. U režimu targetiranja inflacije centralna banka želi da minimizira funkciju gubitka, odnosno da stopu inflacije u tekućem periodu  $\pi_t$  dovede na targetirani nivo  $\pi^T$ , ali i da odstupanje stvarnog i potencijalnog autputa ( $Y_t - Y^*$ ) bude minimalno. Odnosno:

14 Mishkin, F. S., (1999), str. 13-26.

15 Prašćević, A., (2007), str. 1-14.

$$L_t = \frac{1}{2} \left[ (\pi_t - \pi^T)^2 + \phi (Y_t - Y^*)^2 \right], \phi > 0$$

Parametar  $\phi$  predstavlja relativan značaj odstupanja inflacije u odnosu na odstupanje autputa. Centralna banka jedino vodi računa o inflaciji ukoliko je ovaj parametar nula, tj. reč je o „striktnom“ targetiranju. Optimalnost striktnog targetiranja se ispoljava jedino ako koegzistira sa nultim autput gepom, dok u drugim slučajevima se primenjuje „fleksibilno“ targetiranje ( $\phi > 0$ ). Jasno definisanje inflacionog cilja i posvećenost centralne banke u njegovom ostvarivanju, presudno utiče na očekivanja javnosti koja utiču na ostvarenje tog cilja.

U novoj neoklasičnoj sintezi prihvaćen je režim ciljanja inflacije zbog rešavanja problema vremenske nekonzistentnosti monetarne politike i ostvarivanja cenovne stabilnosti. Nestabilna tražnja za novcem, kao posledica razvoja finansijskih instrumenata i sveukupnog razvoja finansijskih tržišta, dovela je do marginalizovanja monetarnih agregata i korišćenja kratkoročne kamatne stope kao osnovnog instrumenta monetarne politike.

## 2.3. Fiskalna politika

Uloga fiskalne politike je marginalizovana u odnosu na glavnu ulogu monetarne politike u novoj neoklasičnoj sintezi. Razvoj ekonomskih teorija pre inkorporiranja u novu sintezu, kao i pozitivan ekonomski trend u razvijenim zemljama poslednje dve decenije XX veka, uticali su na prihvatanje stava da fiskalna politika nije efikasna u kratkoročnoj stabilizaciji privrede. Neefikasnosti fiskalne politike doprinela je i Rikardo-Barova teorema ekvivalencije, po kojoj postoji ekvivalencija finansiranja budžetskog deficita rastom poreza i emisijom državnih obveznica. Uslovi koji moraju biti ispunjeni da bi ekvivalencija važila su neograničen životni vek pojedinaca, unapred poznati dohoci i porezi, i savršeno tržište kapitala. Međutim, u novoj neoklasičnoj sintezi je prihvaćena pretpostavka monopolističke konkurencije, asimetričnih informacija, ograničena mogućnost zaduživanja pojedinaca (naročito pri racionalisanju kredita)... Ukoliko se uključe distorzivni porezi i ograničen životni vek pojedinaca, može se zaključiti da je ovakav pristup fiskalnoj politici pogrešan. Druga zamerka fiskalnoj politici je efekat istiskivanja, kojeg treba analizirati u odnosu na osetljivost investicija na kamatnu stopu i tekući dohodak. Ukoliko investiciona potrošnja značajno reaguje na promenu kamatne stope, efekat istiskivanja će biti izraženiji. Ekspanzivna monetarna politika se može koristiti u prevazilaženju efekta istiskivanja, ali ne i u slučajevima nulte ili jako niske nominalne kamatne stope, pri čemu dolazi do zamke likvidnosti. Daljim obaranje nominalne kamatne stope nije moguće da centralna banka utiče na investicionu aktivnost. Uočavanjem i prihvatanjem neefikasnosti monetarne politike u određenim situacijama, u okviru nove neoklasične sinteze reafirmisan je stav prema fiskalnoj politici, koja se naročito smatra efikasnom u rešavanju ozbiljnih privrednih poremećaja. Ipak, u „normalnim“ uslovima monetarna politika zadržava glavnu ulogu u kratkotrajnoj stabilizaciji privrede. Takođe, prihvaćeno je stanovište da se transmisioni mehanizam fiskalne politike odvija preko agregatne tražnje (AD). Izmene u poreskim stopama ili obimu javnih izdataka → promene u AD → rast proizvodnje i zaposlenosti → ↓visina autput gepa → ↓infalciju ( $\pi$ )<sup>16</sup>. Fiskalna politika mora biti vođena uz poštovanje fiskalnih pravila<sup>17</sup>, pri čemu je diskrecija nosilaca ekonomske politike svedena na

16 Fontana, G., (2009), str. 18;

17 Predstavljaju limitiranu vrednost određene varijable, kao što su spoljni dug ili budžetski deficit, u apsolutnom iznosu ili u odnosu na neku drugu odabranu varijablu.



minimum. Vlada pri vođenju fiskalne politike treba da vodi računa o svom budžetskom ograničenju koje je dato relacijom<sup>18</sup>:

$$g_1 + \frac{g_2}{1+r} = t_1 + \frac{t_2}{1+r}$$

Odnosno sadašnja diskontovana vrednost tekuće i buduće vladine potrošnje mora biti jednaka sadašnjoj diskontovanoj vrednosti svih tekućih i budućih poreskih prihoda<sup>19</sup>. Vlada može da primeni diskreciona prava u vođenju fiskalne politike, ali se zbog sklonosti deficitu i uplitanju političkih motiva (preplitanje izbornih i privrednih ciklusa i oportunističkog ponašanja kreatora politike) insistira na vođenju fiskalnim pravilima. Takođe, u okviru fiskalne politike trebaju da budu postavljeni i automatski stabilizatori, koji će automatski delovati sa ciljem ublažavanje fluktuacije privredne aktivnosti. Najčešće se kao stabilizatori koriste porezi na dohodak i naknada za nezaposlenost<sup>20</sup>.

Zbog uplitanja političkih motiva, neefikasnog stvaranja budžetskog deficita i odsustva dugoročne vremenske konzistentnosti, fiskalna politika dominantnu ulogu ima samo u slučaju velikih privrednih poremećaja i neophodno je da pruža podršku monetarnoj politici. Takođe, ona ima veće unutrašnje kašnjenje od monetarne politike, odnosno potreban je duži period promene fiskalne politike, pošto poreski sistem i raspodela dohotka imaju presudan uticaj na alokaciju resursa i životni standard stanovništva. Ostvarivanje fiskalne stabilnosti pozitivno utiče na veću delotvornost monetarne politike, što na kraju implicira većoj makroekonomskoj efikasnosti.

## 3. EKONOMSKA POLITIKA POSLE VELIKE RECESIJE 2008. GODINE

### 3.1. Od „Velike umerenosti“ do „Velike recesije“

Od poslednje dve decenije XX veka pa sve do 2008. godine svetsku ekonomiju je obeležila makroekonomska stabilnost koja je nazvana „Velika umerenost“ (eng. *Great Moderation*). Dve decenije ranije, u makroekonomskom diskursu preovladavale su velike makroekonomske debate o inflaciji, nezaposlenosti, ekonomskom i tržišnom sistemu, uloz i načinu vođenja ekonomske politike. Sve do 70-ih godina kada u centar pažnje dolazi problem stagflacije i adekvatnost vođenja dotadašnje ekonomske politike. Međutim,

18 Prema Chugh, S., (2014) polazi se od posmatranja ponašanje vlade u dva perioda, pri čemu su  $g_1$  i  $g_2$  realna javna potrošnja u periodima 1 i 2,  $t_1$  i  $t_2$  predstavljaju realne poreske prihode dva perioda,  $b_0$ ,  $b_1$  i  $b_2$  je stanje realne aktive vlade na kraju perioda 0, 1 i 2, dok je  $r$  realna kamatna stopa:  $g_1 + b_1 = (1+r)b_0 + t_1$  i  $g_2 + b_2 = (1+r)b_1 + t_2$ . Sređivanjem druge jednačine po  $b_1$  i pretpostavke da je  $b_2 = 0$ , dobija se:  $b_1 = \frac{g_2}{1+r} + \frac{t_2}{1+r}$ . Uključivanjem ove jednakosti u prvu jednačinu i uz pretpostavku  $b_0 = 0$ , dobija se relacija vladinog budžetskog ograničenja.

19 Chugh, S., (2014), str. 512.

20 Ukoliko dođe do pada dohotka u uslovima recesije, dolazi do automatskog sniženja poreza, čineći dohodak manje osetljivim na pad privredne aktivnosti. Sveukupno, dolazi do manjeg pada AD i ublažavanja recesije. Naknada za nezaposlenost treba da nadoknadi dohodak osobama koje su ostale bez posla ublažujući pad njihove potrošnje.

bitka s inflacijom je dobijena, razvijene privrede su ostvarivale stabilne stope rasta, dok je beleženo odsustvo većih šokova i naglih skokova nezaposlenosti. Za razlike koje su postojale između zemalja smatralo se da su prouzrokovane razlikama u mikroekonomskim, institucionalnim i političkim uslovima. Makroekonomski problemi su bili rešeni, dok je veština vođenja monetarne politike bila savladana. Cela tajna je regulisati kratkoročne kamatne stope u zavisnosti od kretanja cena i realne ekonomije, sa jednim okom na kretanju agregatne novčane mase (...). Ako je inflacija niska a ekonomija klizi u recesiju, kamatne stope treba smanjiti, čime će monetarna politika biti ekspanzivna<sup>21</sup>. Komunistički blok se urušio, dok su njegove članice prolazile kroz proces tranzicije. Padom Berlinskog zida stvoreni su uslovi za kraj istorije<sup>22</sup>, dok je univerzalni „lek“ za privredne probleme pronađen u Vašingtonskom konsenzusu. Fiskalna disciplina, smanjenje poreskih stopa, finansijska i trgovinska liberalizacija, privatizacija i deregulacija su trebale da reše sve privredne probleme i zemljama od Latinske Amerike do Rusije i Kine omogućće utapanje u svetski kapitalistički sistem. Razvojem internet tehnologije i novim talasom globalizacije poslovni optimizam je cvetao. „Dva ipo desetleća donekle stabilnog rasta novca i kamatnih stopa koje su padale, doprinela su tome da je većina ljudi, koji aktivno uzimaju učešće u ekonomskom životu, ni u kom slučaju više ne poseduju sećanje o tome da je bilo i drugačujih vremena. Ali krize su uvek bile rođene u doba optimizma i euforije“<sup>23</sup>. Sa dolaskom globalne finansijske krize, otpočete su oštre debate o tome šta treba raditi. Čak i kada se pokazalo da se ova idilična slika kviri, mnogi nisu ni bili svesni šta sledi.

## 3.2. Buđenje iz američkog sna

Početak XXI veka karakteriše pucanje tržišnog balona koji je nastao zbog nerealnog rasta vrednosti kompanija koje su bile povezane sa internet poslovanjem (eng. *The dot-com bubble*). Cene akcija ovih kompanija su pale za 78%<sup>24</sup>. Ovo je prouzrokovalo recesiju u SAD-u, pa je došlo do smanjenja poreza za bogate, što je politički promovisano kao „lek za sve bolesti“. Delimični rezultati fiskalnog olakšanja usloveli su da se puna zaposlenost ograniči na monetarnu politiku. Iz tog razloga je Alan Greenspan (*Alan Greenspan*), kao predsednik Fed-a (1987-2006) objavio da će Fed voditi ekspanzivnu monetarnu politiku, što je na kraju dovelo do tržišta koje je preplavljeno likvidnošću. Kao krajnja posledica došlo je do pada investicija u trajnu aktivu, a špekulativni balon IT-a zamenio je balon na tržištu nekretnina. Američku (SAD) ekonomiju dodatno je pritiskao i rast cena nafte, koji je bio posledica invazije na Irak 2003. godine. Ogroman iznos sredstava je „cureo“ kroz spoljnotrgovinski kanal za uvoz nafe (1,4 milijarde \$ dnevno) umesto da je bio korišćen za pomoć domaćoj privredi (za koju je izdvojeno „samo“ 292 miliona \$)<sup>25</sup>. Blaga kreditna politika američkog Fed-a, a kasnije njeno naglo zatezanje, nije bila adekvatan odgovor na realna privredna dešavanja. Monetarna ekspanzija vodila je padu kamatnih stopa, što je dovelo do naglog rasta cena nekretnina i rasta nelikvidnih kreditnih dužnika. Nakon 2006. godine kurs monetarne politike se menja, i počinje da se vodi restriktivna monetarna politika. Ovakav zaokret je prouzrokovao pad cena nekretnina u svim savezanim

21 Tasić, S., (2012), str. 10-25.

22 Detaljnije pogledati knjigu Fukuyama, F., (1992), *The end of history and the last man*, The Free Press, New York.

23 Ote, M., (2009), str. 29.

24 NASDAQ Composite Index je zabeležio pad sa 5.046,86 na 1.114,11 (<https://www.nasdaq.com>). Ovaj indeks se koristi za merenje performansi za akcije tehnologija.

25 Stiglic, Dž., (2013), str. 20-55.

državama SAD-a, dok je broj NPL<sup>26</sup>-ova rastao. Pucanje spekulativnog balona na tržištu nekretnina, sekuritizacija, deregulacija i neadekvatna ekonomska politika doprineli su prelivanju krize sa tržišta nekretnina na čitavu svetsku privredu. Tako se u samo nekoliko godina raspršila ideja o američkom snu<sup>27</sup>, neograničeno liberalnom svetu i trgovinskim odnosima.

### 3.3. Ekonomska politika posle Velike recesije

Razvojem ekonomske teorije koja je u svom jezgru imala hipotezu efikasnog tržišta i liberalizaciju ekonomskih procesa zanemaren je uticaj finansijskog sektora na fluktuaciju privredne aktivnosti, potpuno isključujući mogućnost da se upravo na finansijskim tržištima može naći uzrok ekonomske i finansijske krize. Nedovoljna pažnja je poklonjena uticaju šokova na bilanse banaka, očekivanja o prinosu, promenama u (de)regulaciji i njenom uticaju na kreditnu aktivnost, uticaju loših kredita na kreditnu aktivnost i bilanse banaka, kao i imperfekcije kod odobravanja kredita<sup>28</sup>. Usmerenost centralnih banaka na cenovnu stabilnost i problem inflacije doprinela je potpunom zanemarivanju ostalih faktora dugoročnog rasta i makroekonomske stabilnosti. Velika recesija 2008. godine nametnula je pred novu neoklasičnu sintezu nužnost preispitivanja svojih postavki i modela, koji su sadržali pogrešan tretman finansijskih tržišta. Tako je stvorena nemogućnost da se na vreme uoče tendencije na finansijskim tržištima koje vode privrednim poremećajima, što je uslovalo neadekvatnu reakciju kreatora ekonomskse politike. Prihvaćen dominantan stav da kreatori ekonomske politike monetarnu politiku treba da vode preko kratkoročne nominalne kamatne stope u režimu targetiranja inflacije je izbijanjem Velike recesije doveden u pitanje. Ovakva monetarna politika je uticala na stvaranje tržišnog balona na tržištu nekretnina, pošto su kamatne stope bile isuviše nisko postavljene. U kombinaciji sa deregulacijom, finansijskim inovacijama, spekulacijama, informacionom asimetričnošću i preteranim tržišnim optimizmom sinergetski je došlo do preterane likvidnosti tržišta. Centralne banke su zanemarile činjenicu da prevelika monetarna ekspanzija može dovesti do cenovnog buma u realnom sektoru, u ovom slučaju imovine.

Pucanje prenaduvanog tržišnog mehura, obično ne izaziva reakciju centralne banke, već ona samo sanira posledice do koje je ono dovelo. Međutim, posle događaja 2008. godine sanacija monetarnom politikom nije bila moguća, zbog snažne recesije u koju je svetska privreda zapala. Zbog toga, monetarna politika ne treba da bude okrenuta praćenju cena imovine, jer tako može da deluje samo u slučaju kada balon već pukne, nego treba da prati nivo finansijskog leveridža i ročne transformacije u finansijskom sektoru. Tako bi se povećao uticaj kamatne stope, pa samim tim i monetarne politike, zato što bi i manje promene kratkoročne stope signifikantno uticale na spremnost preduzeća da dosegnu visok nivo leveridža i spremnost preduzeća da se oslanjaju na kratkoročne izvore finansiranja<sup>29</sup>. Jasno je postalo da važna komponenta monetarne politike mora biti i finansijska

26 Problematični krediti (eng. *Non-performing loan*) predstavljaju kredite kod kojih postoji problem u otplati, kao što je kašnjenje u otplati, odlaganje plaćanja kamate ili kada je sposobnost dužnika da otplati dug pogoršana ili je dovedena u pitanje. Dužnici su napuštali svoje kuće jer je vrednost duga nadilazila vrednost nekretnine, pri čemu su profitabilnost, solventnost i likvidnost banaka postale ugrožene.

27 Maštanje o slobodi, jednakosti i pružanju jednakih šansi svakom Amerikancu, težnja da se dosegne lična sreća i materijalni konfor. Prema online rečniku <https://www.dictionary.com/browse/american-dream>.

28 Fabris, N., (2018), str. 07-20;

29 Woodford, M., (2012), str. 5.

stabilnost finansijskih tržišta. Stabilnost finansijskog sektora podrazumeva osiguravanje plaćanja, efikasnost u alokaciji finansijskih sredstava i efikasno podnošenje rizika. Institucionalnim okvirom trebaju da budu jasno definisana pravila na finansijskim tržištima, dok određene regulativne i supervizorske agencije treba da vrše regulativu i kontrolu ponašanja na finansijskim tržištima. Praćenjem ključnih performansi na ovim tržištima kreatori ekonomske politike mogu blagovremeno delovati, dok ovi indikatori predstavljaju upozorenja po finansijsku stabilnost. Održavanje finansijske stabilnosti omogućava nesmetano funkcionisanje transmisionog mehanizma, pa samim tim i sprovođenje monetarne politike. S druge strane, monetarna politika utiče na sveobuhvatno privredno stanje, nivo inflacije, cene u realnom sektoru, kao i na bilansne pozicije preduzeća, čime se direktno utiče na finansijsku stabilnost privrede. Kako je sprega monetarne politike i finansijske stabilnosti jaka i obostrana, na značaju dobijaju mere usmerene na očuvanje stabilnosti finansijskog sektora koje su definisane makroprudencijalnom politikom (eng. *macroprudential policy*). Makroprudencijalna politika treba da osigura smanjenje i ograničavanje rizika i da minimizira makroekonomske troškove nestabilnosti ili kraha na finansijskim tržištima.

Životni ciklus ove politike se sastoji u sledećem<sup>30</sup>:



Kako bi se na vreme uočila anomalija na finansijskim tržištima i potencijalno ugrožena finansijska stabilnost, makroprudencijalna politika polazi od indetifikacije i ocene rizika. Najvažniji je sistemski rizik finansijskih tržišta koji predstavlja makroekonomsku pretnju privredi. Kada se uoče relevantne pretnje po finansijsku stabilnost, nosioci politike vrše izbor mera i instrumenata koji treba da ublaže posledice pretnji i stvore dodatne amortizere finansijskom sistemu, nakon čega se definisana politika sprovodi. Na kraju se vrši analiza i ocena sprovedene politike, odnosno korišćenih mera i instrumenata, kao i sveukupan uticaj na ostvarivanje postavljenih ciljeva.

Prednosti makroprudencijalne politike u odnosu na monetarnu i fiskalnu su<sup>31</sup>:

- a) manje spoljašnje kašnjenje u odnosu na monetarnu politiku, a veća fleksibilnost u odnosu na fiskalnu politiku;
- b) prilagodljivost instrumenata specifičnim vrstama rizika u finansijskom sistemu;
- c) može imati stabilizacionu ulogu, kada monetarna politika nije optimalna.

Favorizuje se vođenje makroprudencijalne politike kroz primenu pravila, transparentnu i jasnu komunikaciju s javnošću, pri čemu se vodi računa o koordinaciji sa monetarnom i fiskalnom politikom i kompatibilnosti njihovih ciljeva i instrumenata.

Velika recesija je reafirmisala položaj fiskalne politike u okviru nove neoklasične sinteze i njene propratne uloge monetarnoj politici. Ukoliko je privredni sistem preplavljen likvidnim sredstvima dok su kamatne stope na izrazito niskom nivou, monetarna politika ne

30 Grafički prikaz autora na osnovu Lim, C., et al., (2011), str. 10-20.

31 Woodford, M., (2012), str. 15-20;

daje efekte. Iz tog razloga se mora primeniti diskreciona fiskalna politika, u vidu obimne državne pomoći koja treba da osigura oporavak i izlazak iz recesije. Ovakav stav je u saglasnosti sa novom neoklasičnom sintezom pre krize, jer je ovakva fiskalna politika opravdana u uslovima velikih privrednih poremećaja. Međutim, fiskalna politika koja je prihvaćena novo neoklasičnom sintezom predviđa njeno vraćanje u okvire srednjoročne održivosti, posle uspostavljanja stabilnosti sistema. Ulogu treba prepustiti automatskim stabilizatorima i fiskalnim pravilima. Rešenje za primenu fiskalnih pravila je uvođenje nezavisnih tela (npr. fiskalni savet) koja imaju savetodavnu ulogu i ulogu kontrole ex post odstupanja od ex ante postavljenih fiskalnih ciljeva<sup>32</sup>. Kako bi kreatori ekonomske politike na najbolji mogući način sprovodili fiskalnu politiku i kako bi se poštovala fiskalna pravila, neophodno je da kontrolna i savetodavna tela budu nezavisna i da postoji mogućnost sprečavanja političkog uticaja i mešanja u njihov rad.

## 4. ZAKLJUČAK

Ekonomska i finansijska kriza 2008. godine dovele su do reafirmacije ekonomske politike prihvaćene novom neoklasičnom sintezom. Glavna zamerka je vezana za finansijska tržišta, odnosno za hipotezu da finansijski sektor ne može biti uzročnik privrednih poremećaja, već samo prenosnik poremećaja iz drugih izvora. Velika recesija je usloвила nužnost praćenja finansijskog sektora i vođenje ekonomske politike sa ciljem očuvanja finansijske stabilnosti. Dalje usavršavanje nove neoklasične sinteze i njenih modela će se odvijati u pravcu inkorporiranja finansijskih indikatora, kao i u pravcu poboljšanja koordinacije monetarne, fiskalne i makroprudencijalne politike. Ova koordinacija bi trebalo da doprinese optimalnom izboru mera, instrumenata i akcija kreatora ekonomske politike, kako bi se budući privredni poremećaji sprečili ili njihovo štetno delovanje svelo na minimum. Velika recesija je ukazala na neophodnost aktivne fiskalne politike u stabilizaciji velikih privrednih poremećaja, razvoj i veći naglasak na makroprudencijalnim politikama i očuvanju finansijske stabilnosti. Monetarna politika mora biti vođena u skladu sa principom dugoročne održivosti, uzimajući u obzir uticaj na realni sektor privrede i dugoročne posledice po privredni razvoj. Samo kooperacija fiskalne, monetarne i makroprudencijalne politike, koja je vremenski koizistentna, može da osigura privrednu stabilnost i prosperitet.

## 5. LITERATURA

---

Blagojević, O., (1996), *Ekonomске doktrine*, Stručna knjiga, Beograd;

---

Bludnik, I., (2009), *The New Keynesianism - proclamation of a consensus?*, Poznam University of Economics Review, vol. 9; str. 11-12;

---

Chugh, S., (2014), *Modern Macroeconomics*, MIT Press, Cambridge, USA;

---

---

32 Prašćević, A., (2013), str. 46.

---

Fabris, N., (2018), *Da li je savremena makroekonomska teorija u krizi?*, Ekonomske ideje i praksa, br. 30, str. 07-20.

---

Fontana, G., (2009), *Whither New Consensus Macroeconomics? The Role of Government and Fiscal Policy in Modern Macroeconomics*, Tech. Rep. 563, Working Paper, The Levy Economic Institute of Bard College; <https://doi.org/10.2139/ssrn.1410615>

---

Fontana, G., Palacio-Vera, A., (2003), *Is there an Active Role for Monetary Policy in the Endogenous Money Approach?*, Journal of Economic Issues, Vol. XXXVII; <https://doi.org/10.1080/00213624.2003.11506600>

---

Fukuyama, F., (1992), *The end of history and the last man*, The Free Press, New York;

---

Goodfriend, M., King, R. (1997), *The New Neoclassical Synthesis and the Role of Monetary Policy*, in B. S. Bernanke and J. Rotemberg, eds., NBER Macroeconomics Annual 1997, vol. 12, MIT Press; <https://doi.org/10.1086/654318>

---

Jakšić, M., Pejić, L., (1999), *Razvoje ekonomske misli*, Ekonomski fakultet, Beograd;

---

Lim, C., Columba, F., Costa, A., Kongsamut, P., Otanni, A., Saiyid, M., Wewzwl, T., Wu, X., (2011), *Macroprudential Policy: What Instruments and How to Use Them? Lessons from Country Experiences*, Tesh. rep., IMF Working Paper WP/11/238, International Monetary Fund, Washington, USA; <https://doi.org/10.5089/9781463922603.001>

---

Marjanović, G., Mihajlović, V., (2011), *Nova neoklasična sinteza u makroekonomskoj teoriji i politici*, Srpska politička misao, vol. 31, str. 97-114; <https://doi.org/10.22182/spm.3112011.4>

---

Mihajlović, V., Gordana, M., (2019), *Post-Kejnzijanska kritika novog konsenzusa u makroekonomiji i pouke za tranzicione privrede*, Ekonomske ideje i praksa, br. 34, str. 21-32.

---

Mishkin, F. S., (1999), *International Experience With Different Monetary Policy Regimes*, Tech. Rep. 7044, NBER Working Paper, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachusetts, USA; <https://doi.org/10.3386/w6965>

---

Ote, M., (2009), *Slom dolazi*, Romanov, Banja Luka;

---

Prašćević, A., (2007), *Izbor pravila monetarne politike: targetiranje inflacije*; Ekonomska misao, Savez ekonomista Srbije, vol. 40;

---

Prašćević, A., (2013), *Pravila ili koordinacija monetarne i fiskalne politike - teorijski aspekti*, Ekonomske ideje i praksa;

---

Pétursson, T. G., (2000), *Exchange Rate or Inflation Targeting in Monetary Policy?*, Central Bank of Iceland Monetary Bulletin, 2000/1;

---

---

Snowdon, B., Vane, H.R., (2005), *Modern Macroeconomics: Its Origins, Development and Current State*, Edward Elgar Publishing Limited, Cheltenham, UK;

---

Stiglic, Dž., (2013), *Slobodan pad: Amerika, slobodno tržište i slom svetske privrede*, Akademska knjiga;

---

Šoškić, B., (1968), *Razvoj ekonomske misli - zaključno sa Marksom*, Institut za ekonomska istraživanja, Beograd;

---

Šoškić, B., (1983), *Ekonomske doktrine - razvoj i osnove savremene ekonomske misli*, Savremena administracija, Beograd;

---

Tasić, S., (2012), *Svetska ekonomska kriza - dileme i rešenja*, Službeni glasnik, Beograd

---

Woodford, M., (2012), *Inflation Targeting and Financial Stability*, Tech. Rep. 17967, NBER Working Paper, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachusetts, USA; <https://doi.org/10.3386/w17967>

---