

**MILUTIN JEŠIĆ¹**

E-mail: milutinjesic@ekof.bg.ac.rs

ULOGA FISKALNOG AGENTA U USPEŠNOSTI MONETARNOG REŽIMA TARGETIRANJA INFLACIJE²

THE ROLE OF FISCAL AGENT IN SUCCESS OF INFLATION TARGETING MONETARY REGIME

JEL KLASIFIKACIJA: E31, E52, E58, E61, E63

APSTRAKT:

Targetiranje inflacije je okvir monetarne politike koji podrazumeva dovoljan stepen kooperativnosti između kreatora monetarne i fiskalne politike. Transmisioni mehanizam monetarne politike najčešće se neće pokazati kao dovoljno jak, ukoliko u fiskalnom domenu postoji neodgovornost. Tada se mogu desiti razne vrste makroekonomskih preliivanja, a negativni efekti će biti multiplikovani. Iako je fiskalna odgovornost jedan od ključnih preduslova uspešnosti targetiranja inflacije, ekonomska literatura ne posvećuje dovoljan stepen pažnje tome. Šokovi tražnje i ponude koji ugrožavaju inflacioni target dovešće do reakcije centralne banke. Međutim, ta reakcija najčešće neće pogodovati kreatorima fiskalne politike. Usled nedostatka kredibiliteta kreatora fiskalne politike, negativni efekti

1 Ekonomski fakultet, Univerzitet u Beogradu

2 Rad je nastao kao rezultat istraživanja u okviru projekta Ministarstva prosvete, nauke i tehnološkog razvoja br. 179065 - „Uloga države u novom modelu rasta privrede Srbije“.

u oblasti monetarne politike će biti značajni, što može dovesti i do sloma ovog režima. Zbog svega ovoga, kao preventivnu meru treba razvijati koordinaciju monetarne i fiskalne politike. Ovo posebno važi u zemljama u razvoju. Kritični faktori uspeha targetiranja inflacije u Srbiji su fiskalna odgovornost i jačanje nezavisnosti centralne banke. Održivost targetiranja inflacije kao monetarne strategije u Srbiji će u mnogome zavisiti upravo od navedenih preduslova.

**KLJUČNE REČI:****TARGETIRANJE INFLACIJE, FISKALNA DOMINACIJA, KOORDINACIJA**

ABSTRACT:

Inflation targeting is the monetary policy framework which assumes necessary level of cooperation between monetary and fiscal policy makers. The transmission mechanism of the monetary policy is not strong enough in the presence of the fiscal irresponsibility. That could trigger various types of macroeconomic spill-overs, and negative effects could obtain multiplicative nature. Fiscal responsibility is one of the crucial preconditions of inflation targeting success, but economic literature does not put emphasis on it, in comparison with its importance. Demand - side and supply - side shocks are dangerous to inflation target, and they cause the reaction of the central bank. However, the reaction is commonly in contrast with the fiscal policy makers goals. Because of the credibility issue of fiscal policy makers, negative effects in the monetary policy area will be significant, which could result in the crash of the regime. Therefore, coordination between policy makers should be strengthened as preventive measure. This is especially important in the developing countries. Critical factors of success of the inflation targeting in Serbia are fiscal responsibility and central bank independence. Sustainability of this monetary framework in Serbia is dependent on the above-mentioned preconditions.

**KEY WORDS:****INFLATION TARGETING, FISCAL DOMINANCE, COORDINATION**

1. UVOD

Targetiranje inflacije predstavlja režim monetarne politike koji je prvi put formalno primenjen na Novom Zelandu 1989. god.. Prihvatile su ga mnoge zemlje različitog stepena razvijenosti. Osnovno obeležje ove strategije monetarne politike je objavljivanje numeričkog cilja targetirane inflacije. Taj cilj najčešće se definiše zajedno sa vladom, koja svojim delovanjem treba da doprinese ostvarenju cilja monetarne stabilnosti. Cilj se ostvaruje tako što se inflacija usmerava ka targetiranom nivou uz pomoć referentne kamatne stope kao instrumenta monetarne politike. Na osnovu ovoga, jasno je koliko je važna razvijenost transmisionog mehanizma monetarne politike.

Targetiranje inflacije treba da pokaže efekte u srednjem roku. Na kratak rok moguće je postojanje šokova na koje monetarna politika ne može da odgovori (između ostalog zbog vremenskih kašnjenja) ili čak ne treba da odgovori. Ovo za posledicu ima da očekivanja predstavljaju bitan faktor kontrole inflacije na niskom nivou, a to onda u prvi plan stavlja transparentnost monetarne politike.

Prošlo je dovoljno godina od uvođenja targetiranja inflacije u mnogim zemljama, što omogućava dublju analizu uzroka nejednake uspešnosti samog režima među različitim zemljama. Cilj ovog rada je da se ukaže na fiskalnu politiku kao jednu od potencijalnih objašnjavajućih varijabli, koje mogu diferencirati zemlje koje primenjuju ovu strategiju prema uspešnosti primene iste. Posebno je bitno uvideti kako se ciljevi dva kreatora ekonomske politike prepliću. Potrebno je ukazati da neodgovornost fiskalne politike ima direktne i indirektno posledice po izabranu monetarnu strategiju.

Prvo poglavlje daje osnovnu sliku o targetiranju inflacije kao monetarnom režimu. Nakon toga, sledeće poglavlje ima za cilj da na teorijski način pokaže kako fiskalna politika može svojim delovanjem ugroziti cilj monetarne politike u uslovima targetiranja inflacije. Dodatno, biće prikazano koliko koordinacija monetarne i fiskalne politike znači kada su u pitanju drugi ciljevi ekonomske politike koji se mogu ostvariti, a ne ugroziti osnovne ciljeve u režimu targetiranja inflacije. Poslednje poglavlje predstavlja analizu fiskalnih determinanti uspešnosti ove monetarne strategije u Srbiji.

2. TARGETIRANJE INFLACIJE KAO MONETARNI REŽIM

2.1. Opšti aspekt targetiranja inflacije

Targetiranje inflacije je monetarni režim koji je prvi put formalno primenjen 1989. god. na Novom Zelandu. Od tada su se iskristalisali ključni elementi ove monetarne strategije:

- 1) javno objavljivanje srednjoročnog numeričkog targeta za inflaciju;
- 2) institucionalno obavezivanje prema stabilnosti cena kao primarnom cilju monetarne politike, prema kome su ostali ciljevi podređeni;

- 3) strategija je doneta na bazi mnogih informacija, koje ne uključuju samo monetarne agregate i devizni kurs;
- 4) povećana transparentnost strategije monetarne politike kroz komunikaciju sa javnošću i tržištima o planovima, ciljevima i akcijama monetarnih vlasti;
- 5) povećana odgovornost centralne banke za ostvarenje sopstvenih ciljeva.³

Cenovna stabilnost je primarni cilj monetarne politike, koji je najčešće definisan konsenzusom vlade i centralne banke. Ovaj režim odlikuje ograničena diskrecija, jer centralna banka ima nezavisnost u pogledu instrumenata, ali ne i izbora cilja monetarne politike (Bernanke and Mishkin (1997)). Zbog analiziranja makroekonomskih performansi koje nastaju kao posledica prihvatanja targetiranja inflacije kao osnovne monetarne strategije, neophodno je ukazati na ključne faktore uspeha. Ispunjenje ovih preduslova je veoma značajno za zemlje u razvoju, jer su kod njih diference između *de iure* i *de facto* stanja glavni uzročnik neuspeha u vođenju ekonomske politike. Izvori ovih devijacija mogu biti raznolike prirode, a najčešće je reč o nedovoljnom institucionalnom razvoju. Međutim, navedena analiza prevazilazi ciljeve ovog rada, te je sasvim dovoljno zaključiti da zaostajanje zemalja u razvoju za razvijenim zemljama ima poreklo i u ovim faktorima. Ključni faktori uspeha targetiranja inflacije su:

1) *Saglasnost svih nosilaca makroekonomske politike o tome šta je cilj monetarne politike*. Prvi preduslov pretpostavlja da se i ostale interesne strane (naročito vlada) saglase sa vođenjem monetarne politike na bazi ovog primarnog cilja. Niska i stabilna inflacija ima brojne pozitivne posledice na fiskalnu politiku, a ostvarena makroekonomska stabilnost može značajno uvećati i političku dobit izvršne vlasti. Ovaj preduslov u određenom domenu koincidira sa konceptom nezavisnosti centralne banke.

2) *Razvijenost finansijskog sistema*. Drugi preduslov postavlja snažno finansijsko tržište na pijedestal, jer ono ima ulogu signalizatora eventualne neoptimalnosti miksa fiskalne i monetarne politike. Međutim, upravo ovo je kamen spoticanja nerazvijenih zemalja. Odatle se može indukovati potreba razvoja kooperacije među kreatorima ekonomske politike pri umanjenju značaja dejstva ekonomskih šokova. U uslovima nedovoljne razvijenosti transmisionog mehanizma, monetarni instrumentarijum nije mnogo moćan, a ceo problem se multiplikuje visokom liberalizacijom tokova kapitala i robe. Upravo ovo je jedan od argumenata kritičara targetiranja inflacije, koji često zastupaju argument da je inflacija u zemljama u razvoju uglavnom tzv. „uvozna inflacija“, što znači da rast kamatnih stopa kao posledica rasta inflatornih očekivanja neće dati efekte na dovođenje inflacije u targetirane okvire, već će samo usloviti recesiju (Stiglitz (2008)).

3) *Fleksibilni devizni kurs*. Treći preduslov implicira odsustvo korišćenja deviznog kursa kao nominalnog sidra, ali to ne isključuje intervencije na deviznom tržištu koje se primarno koriste za prevazilaženje posledica povremenih šokova.⁴ Iako su pojedine zemlje u početnom periodu vodile monetarnu politiku gde su oba cilja koegzistirala, na osnovu trileme otvorene privrede jasno je da to u dugom roku nije moguće.

3 Mishkin (2000), str. 1, 2.

4 Fabris (2006), str. 392.

4) *Fiskalna odgovornost*. Nezaslužno, najmanje pažnje u ekonomskoj literaturi pridaje se ovom faktoru uspešnosti. Fiskalna odgovornost je po nama fundamentalni uslov za kontrolu inflacije u kontekstu ovog monetarnog režima. U savremenoj makroekonomskoj teoriji naslućuje se konvergencija u stavovima da fiskalna politika ima bar delimično uticaj na ostvarenje cilja monetarne politike. Tačka zasićenja državnim obveznicama, zavisi od idiosinkratskih uslova u svakoj zemlji, pa je stoga potrebno delovati preventivno na identifikaciji i umanjenju značaja fiskalne neodgovornosti. Pošto u literaturi postoje brojne definicije fiskalne neodgovornosti, korisno je sagledati koji su njeni mogući signali: 1. sistematsko kršenje fiskalnih pravila; 2. vođenje politike trajnih deficita budžeta; 3. nerespektovanje brojnih ciljeva menadžmenta javnog duga; 4. struktura budžeta izrazito je okrenuta ka potrošnji, na štetu investicija; 5. izrazita pojava političkih budžetskih ciklusa.⁵

2.2. Modeliranje targetiranja inflacije

Modeliranje inflacionog targetiranja ne može biti identično sa standardnim makroekonomskim modelima, već se moraju izvršiti korekcije na način da model po svojim karakteristikama uvažava specifičnost targetiranja inflacije.⁶ Strana ponude reprezentovana je PC krivom. Pomeranje ove krive moguće je usled dejstva šoka sa strane ponude. Ona ima sledeći oblik (π , π^e , x , e su inflacija, očekivana inflacija, BDP jaz i šok ponude, respektivno) :

$$\pi = \pi^e + ax + e \quad (1)$$

Sa druge strane, MPR kriva pokazuje monetarno pravilo, tj. reakciju centralne banke, a ona ima ulogu da reprezentuje stranu tražnje, jer je za razliku od standardnih modela ovde mnogo lakše uvideti značaj monetarne politike u tom domenu. Nagib ove krive zavisice od značaja koji centralna banka pridaje stabilizaciji inflacije i proizvodnje. Pomeranje MPR krive je moguće usled promene inflacionog targeta ili usled uticaja šoka sa strane tražnje. Ona ima sledeći oblik (π , π^t , x , u su inflacija, targetirana inflacija, BDP jaz i šok tražnje, respektivno) :

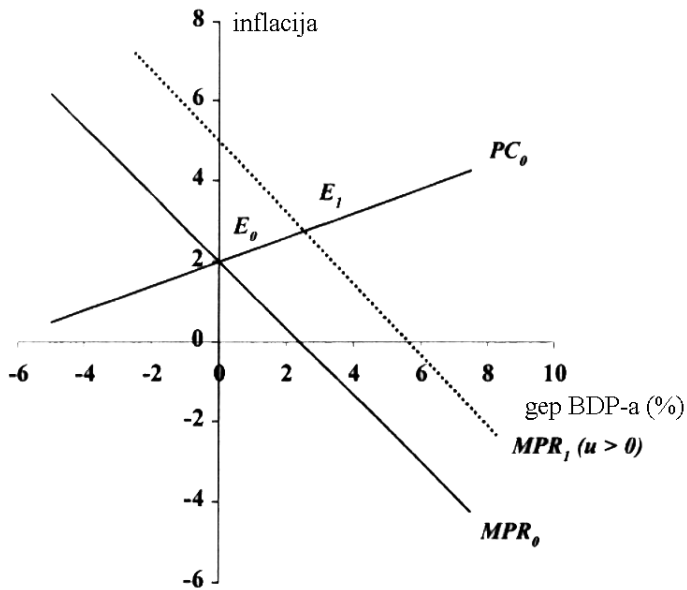
$$\pi = \pi^t - \alpha(x - u) \quad (2)$$

Na sledećim pojednostavljenim prikazima vide se prilagođavanja u slučaju dejstva šokova u uslovima targetiranja inflacije.

⁵ Prilagođeno prema: Ješić (2013), str. 113-116.

⁶ Modeliranje targetiranja inflacije je u skladu sa Walsh (2000).

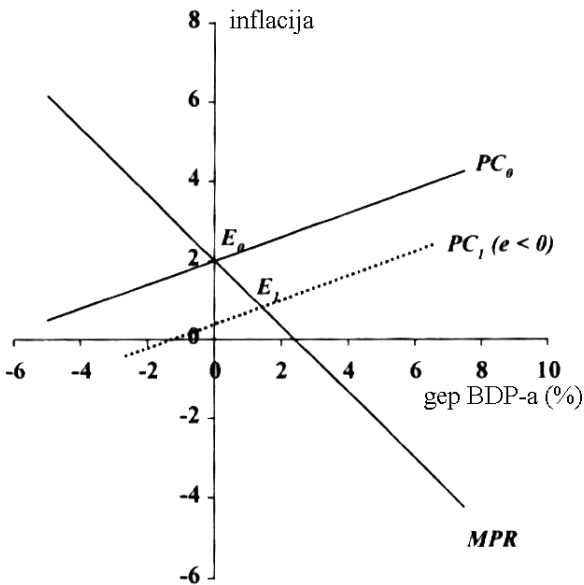
▶ GRAFIK 1. PRIVREMENI ŠOK TRAZNJE



Izvor: Walsh (2002), str. 341.

Prvi grafikon pokazuje komparativnu statiku u slučaju šoka tražnje, dok drugi grafikon prikazuje efekte šoka ponude na ovaj model, koji važi za slučaj targetiranja inflacije kao monetarne strategije.

GRAFIK 2. PRIVREMENI ŠOK PONUDE



Izvor: Walsh (2002), str. 340.

Na grafikonima su prikazana oba slučaja, uticaj šoka tražnje (npr. fiskalna ekspanzija) i ponude (npr. pad nadnica). U prvom slučaju, šok tražnje izaziva pomeranje krive MPR na desno. U tom slučaju, početna ravnoteža E_0 , koju odlikuje jednakost očekivane i targetirane inflacije, može biti ostvarena ponovo jer je pretpostavka modela da je šok nepredviđen i privremenog karaktera, pa će se MPR kriva posle prestanka dejstva šoka vratiti na početni položaj. Drugi grafikon prikazuje dejstvo šoka ponude, koji smanjuje očekivanu inflaciju i povećava BDP gep, jer se kriva PC pomera na desno. Pad inflacije uslovljava monetarnu ekspanziju (usled pada inflacije ispod targetiranog nivoa), no pošto je pretpostavka modela privremenost šoka, kriva PC se vraća u svoj originalni položaj.

3. ZNAČAJ KOORDINACIJE MONETARNE I FISKALNE POLITIKE U REŽIMU TARGETIRANJA INFLACIJE: TEORIJSKI PRISTUP

Značaj fiskalne odgovornosti za monetarnu stabilnost nije nova oblast interesa, već je to bilo aktuelno i pre nastanka targetiranja inflacije kao monetarnog režima. Poznati radovi iz ove oblasti, kao i teorije iz domena monetarne ekonomije koje pridaju različiti značaj fiskalnoj politici, otvorili su put shvatanju srži ovih koncepata u uslovima targetiranja inflacije. *Monetaristička teorija inflacije* je zasnovana na kvantitativnoj teoriji novca. Pošto je budžetsko ograničenje države uvek zadovoljeno, fiskalna politika ne može uticati na inflaciju. Inflacija nastaje zbog neodgovorne monetarne politike, koja je *per se* dovoljan

uslov stabilnosti cena. Stoga pitanje koordinacije makroekonomskih politika u ovom kontekstu nije od prevelike značajnosti, jer monetarna politika zadržava punu kontrolabilnost nad sopstvenim ciljem. *Fiskalna teorija inflacije* zasnovana je na radu Sardženta i Valasa iz 1981. god.⁷ Po prvi put se otvara pitanje efekata dominacije fiskalne politike nad monetarnom politikom. Iako se uzrok inflacije krije u fiskalnim varijablama i dalje je inflacija monetarni fenomen. Fiskalne varijable predstavljaju problem onda kada investitori na finansijskom tržištu izgube želju da kupe obveznice jedne države. Međutim, postavlja se pitanje kvantitativnog i kvalitativnog određenja tog nivoa, koji ne mora nužno koincidirati sa teorijski održivim nivoom javnog duga. *Fiskalna teorija nivoa cena* pretpostavlja da ako je diskontovana vrednost budućih primarnih suficita manja od željene visine javnog duga, onda se nivo cena prilagođava da zadovolji budžetsko ograničenje. Dakle, suprotno od monetarističkog stanovišta, budžetsko ograničenje uopšte ne mora biti zadovoljeno u svakom trenutku. Mehanizam dovođenja budžetskog ograničenja u ravnotežu jesu cene. Po ovoj teoriji monetarna politika nije dovoljan uslov za stabilnost cena, pa monetarna politika koja vodi računa o stabilnosti cena ne može biti indiferentna prema aktivnostima u domenu fiskalne politike.⁸

Očigledno je da monetarna i fiskalna politika, kao najznačajniji delovi celokupnog instrumentarijuma makroekonomske politike, mogu svojim dejstvom uticati na ostvarenje cilja druge politike. Eksternalije koji se tako stvaraju, mogu značajno ugroziti makroekonomske performanse, što podstiče na pitanje eventualne koordinacije makroekonomskih politika koja može biti bolje rešenje, što bi značilo ostvarenje ciljne funkcije oba kreatora ekonomske politike, te bi se ostvarilo superiornije rešenje u odnosu na odsustvo iste. Cilj koordinacije monetarne i fiskalne politike može imati više aspekata: stabilizacija javnog duga, stabilizacija proizvodnje, stabilizacija deviznog tržišta, postizanje spoljno-trgovinske ravnoteže itd. Fokus ovog rada je znatno uži, a odnosi se na neophodnost koordinacije monetarne i fiskalne politike sa ciljem stabilizacije cena i održavanja sektorske stabilnosti u uslovima monetarnog režima targetiranja inflacije. Za zemlje u razvoju, posebno je značajno razvijanje koordinacije *ex ante* tipa, gde se uz pomoć institucionalnih rešenja utiče na poboljšanje kooperativnosti aktera u strategijskoj igri ekonomske politike. Za miksa fiskalna – monetarna politika presudna je samostalnost centralne banke, s obzirom da delegirana odgovornost za nisku inflaciju i stabilne cene pripada centralnoj banci, koja na taj način ograničava ekspanzivnu fiskalnu politiku vlade i politiku nadnica sindikata.⁹ Taj delokrug nezavisnosti sa sobom povlači i određenu odgovornost, koja zavisi od sposobnosti i mogućnosti monetarnih vlasti da instrumentima koji im stoje na raspolaganju usmeravaju stopu inflacije ka targetiranoj stopi.

Cilj rada je utvrditi kako neodgovorna fiskalna politika u dužem periodu vremena utiče direktno i indirektno na ovaj monetarni režim. Uspešnost targetiranja inflacije kao monetarnog režima otvoreno je pitanje u makroekonomskoj literaturi. Ovome je posvećena posebna pažnja, imajući u vidu da se kod nekih zemalja u svetu ova strategija pokazala dobro, a u nekim je dala rezultate ispod očekivanja. Jedan od faktora uspešnosti, koji zauzima bitno mesto u skupu objašnjavajućih varijabli uspešnosti targetiranja inflacije svakako jeste fiskalna odgovornost i spremnost kreatora fiskalne politike da kroz koope-

7 Sargent and Wallace (1981)

8 Woodford (2001), str. 671.

9 Jakšić i Praščević (2010), str. 115.

raciju sa kreatorima monetarne politike ostvare ciljeve koji su dostižni samo uz prisustvo koordinacije.

Direktan uticaj fiskalna neodgovornost ostvaruje preko narušavanja cilja stabilnosti cena. Indirektan uticaj ostvaruje se kroz smanjenje manevarskog prostora za postizanje drugih ciljeva. Razlog zašto se za ocenu performansi targetiranja inflacije u literaturi koriste pokazatelji odstupanja stvarnih od ciljnih veličina inflacije i proizvodnje, može se naći u funkciji gubitka centralne banke u ovom monetarnom okviru. Centralna banka minimizira odstupanje inflacije od targetirane i proizvodnje od potencijalnog nivoa, na sledeći način:

$$L = (\pi - \pi^t)^2 + \lambda(y - y^n)^2 \quad (3)$$

U prethodnoj formuli, L je funkcija gubitka koja se minimizira, π je stvarni nivo inflacije, π^t je targetirani nivo inflacije, y je stvarni nivo proizvodnje, y^n je potencijalni nivo proizvodnje i λ je ponder koji centralna banka pridaje stabilizaciji proizvodnje.

Prvi pogled na ovu funkciju signalizira da slučaj kada centralna banka pridaje nultu značajnost prema stabilizaciji proizvodnje nije realan slučaj. Teorijski modeli, uvažavajući stvarne akcije centralnih bankara, ukazuju na verovatniji ishod po kome odluke centralne banke nisu izolovane od kretanja realne privredne aktivnosti. Čak i ako je znatno veći ponder namenjen stabilizaciji inflacije, stabilizacija proizvodnje ne uzima nulti ponder. U režimu targetiranja inflacije, možemo reći da je opšteprihvaćeno fleksibilno targetiranje inflacije u kontekstu Svenssonovog (L. Svensson) modela.

Stoga će nastavak rada biti usmeren ka teorijskom doprinosu razvoja koncepta koordinacije monetarne i fiskalne politike u uslovima targetiranja inflacije, kao i sagledavanju primenljivosti postulata na Srbiju, kao jednu od zemalja u razvoju.

3.1. Odstupanje inflacije od targeta: značaj faktora fiskalne politike

Sagledavanje uzroka odstupanja inflacije od targeta mora se uzeti sa rezervom, posebno u kratkom roku. Šokovi koji pogađaju jednu privredu, mogu imati privremeni ili trajniji karakter. U slučaju privremenih šokova, odstupanje inflacije od targetiranog nivoa ne znači neuspeh strategije. Iz tog razloga, monetarne vlasti često na takve šokove i ne reaguju. Sa druge strane, procena kreatora monetarne politike da je u pitanju šok permanentnog karaktera, dovodi do reakcije, koja zbog dugačkog spoljašnjeg kašnjenja kod monetarne politike može značiti dugotrajnije odstupanje inflacije od cilja. Koliko će takva situacija potrajati, zavisi i od razvijenosti transmisionog mehanizma monetarne politike, ali i od stepena koordinacije monetarne i fiskalne politike.

Pojedini autori (npr. Leitomo (2004)) pokazuju da uspešnost targetiranja inflacije i minimiziranja funkcije gubitka, zavisi od tipa strategijske interakcije između centralne banke i vlade. U slučaju da je tip igre Nešova ravnoteža, koja predstavlja ravnotežu dominantnih strategija, osciliranje stope inflacije oko targetirane može biti veoma veliko. Razlog tome je sukob prioriteta kreatora fiskalne i monetarne politike. I oscilacije BDP jaza će biti

veće, a socijalni gubitak veći nego u nekim drugim režimima. Međutim, kako je u literaturi opšteprihvaćena dominacija fiskalne politike, u smislu prednosti prvog poteza, takvo rešenje može dati bolje rezultate nego prethodno, jer se ispostavlja da kreator fiskalne politike u tom slučaju veću pažnju pridaje cilju monetarne politike. Socijalni gubitak je tada manji, oscilacije BDP jaza manje, a cilj monetarne politike je lakše ostvariv.

Međutim, naš cilj je pokazati da ostvarenje monetarnog cilja zavisi i od načina vođenja fiskalne politike. Neodgovornost fiskalne politike ugrožava osnovni cilj monetarne politike, koji iako je donet zajedno sa vladom predstavlja samo jedan u nizu ciljeva fiskalne politike (koji ne nosi veliki ponder, naročito ako se uzme u obzir značajno odstupanje od benevolentnosti kod kreatora fiskalne politike). Ako se vratimo na grafikon br. 1., pretpostavimo da šok nije privremenog karaktera. Kriva MPR može se vratiti na originalni položaj kroz fiskalnu restrikciju. Ako se ispostavi da fiskalne vlasti veći značaj pridaju ovom pozitivnom rastu gega BDP-a u odnosu na rast inflacije iznad targetiranog nivoa, jasno je da se takva akcija od njih ne može očekivati. Pošto je privremena ravnoteža u tački E_1 , gde je pozitivan gep BDP-a, inflacija viša od očekivane i targetirane, takva situacija iziskivaće tržišno prilagođavanje, koje može biti sporo, ali će u krajnjoj instanci doći do povećanja očekivane inflacije i pomeranja PC krive naviše. Međutim, ta stopa inflacije biće nekonzistentna sa prvobitno targetiranom stopom. Dakle, monetarna politika malo šta može da učini u takvoj situaciji, pogotovo ako kanali transmisionog mehanizma nisu dovoljno razvijeni, kao što je slučaj sa zemljama u razvoju.

Upravo je ovo otklon od dosadašnjeg slabog respektovanja fiskalne politike kao predušlova monetarne stabilnosti. U zemljama u kojima i pored uvođenja i razvoja instituta fiskalne odgovornosti ona nije prisutna, pogrešno je u slučaju eskalacije takvog problema očekivati od monetarne politike ostvarenje stabilnosti cena, jer kumulativno dejstvo šokova sa strane fiskalne politike predstavlja veliki balast nosiocima monetarne politike, pa kretanje inflacije prema targetu zbog toga neće biti dovoljno responzivno. Dakle, suština problema leži u spoznaji činjenice da monetarna politika, sama po sebi ne može biti dovoljan garant stabilnosti cena. U dugom roku, fiskalni deficiti mogu izazvati slom režima targetiranja inflacije: fiskalni deficiti možda moraju biti monetizovani ili javni dug erodiran.¹⁰

Ilustrativno posmatrano, mehanizam pomoću koga se predstavlja uticaj neodgovorne fiskalne politike (u situaciji fiskalne dominacije) na rast odstupanja inflacije od targetirane može biti predstavljen ovako: Ekonomski šok (*rast inflatornih pritisaka*) → Odgovor monetarne politike (*restriktivna*) → Rast kamatnih stopa (*kanal kamatnih stopa transmisionog mehanizma*) → Rast relativnog iznosa javnog duga (*uzrokovan rastom kamatnih stopa*) → Rast relativnog iznosa javnog duga (*uzrokovan depresijacijom valute, suprotno od teorijskih postavki*) → Rast inflacije (*efekti koji prethode: depresijacija, pad kreditibiliteta, zasićenje obveznicama u kontekstu Sargent-Wallace modela, monetizacija duga*).

Za zemlje koje imaju visoko učešće javnog duga denominovanog u stranoj valuti, a uz to i nedovoljno razvijen transmisioni mehanizam preko kanala kamatne stope, ključni efekat uticaja fiskalne neodgovornosti ka inflacionom targetu ide preko sekvence deviznog kur-

sa, tj. depresijacije valute (kao posledice povećanog rizika bankrotstva) koja ima direktne efekte na inflaciju (pogotovo u uslovima visoke uvozne zavisnosti).

3.2. Narušavanje sektorske stabilnosti: značaj faktora fiskalne politike

Potreba za sagledavanjem uspešnosti targetiranja inflacije nameće pitanje makroekonomskih performansi koje privreda ostvaruje posle prihvatanja ovog monetarnog režima. Neophodno je sagledati i kretanje ostalih makroekonomskih varijabli, naročito proizvodnju i njenu varijabilnost. Pri svemu tome, neophodno je videti koja je to optimalna fiskalna politika koja će da obezbedi ostvarenje cilja monetarne politike, uz poboljšanje performansi privrede.

Ako prihvatimo stav da fiskalna i monetarna politika treba da imaju određenu stabilizacionu ulogu, ne narušavajući osnovni cilj monetarne politike – stabilnost cena, režim targetiranja inflacije ima određene karakteristike koje ga čine fleksibilnijim i na osnovu diskrecionih prava postiže se veći efekat na makroekonomske performanse, u odnosu na potpunu rigidnost sistema. U kratkom roku, čak i u uslovima racionalnih očekivanja, monetarna politika može biti efikasna u ublažavanju oscilacija nivoa agregatne proizvodnje. Zbog linearnih efekata koji stvara monetarna ekspanzija, u odsustvu strukturne usklađenosti sa željenim ciljevima, jasno je da se fiskalna politika u režimu targetiranja inflacije nameće kao instrument selektivne podrške određenom sektoru. U tom kontekstu fiskalna politika ima nadmoć nad monetarnom, jer njena nelinearnost omogućava ostvarenje drugih ciljeva koje bi monetarna politika teško postigla. U uslovima targetiranja inflacije, monetarna politika deluje stabilizujuće po proizvodnju u slučaju šokova sa strane tražnje, jer se cene i proizvodnja kreću u istom smeru. Međutim, ona deluje destabilizujuće pri dejstvu šokova ponude, jer se cene i proizvodnja kreću u suprotnim smerovima.

Međutim, šta ako se navedeni stavovi analiziraju uvođenjem sektorske strukture u model. Kako voditi optimalnu fiskalnu politiku u uslovima targetiranja inflacije? Odgovor na ovo pitanje nameće pitanje značaja koordinacije monetarne i fiskalne politike iz drugačijeg ugla. Na agregatnom nivou, na dejstvo određenih šokova (pre svega šokova tražnje) može se delovati monetarnom politikom, ostvarujući cilj monetarne politike, ali i cilj stabilizacije proizvodnje. Ipak, šokovi sa strane ponude uz reakciju monetarne politike dovode do destabilizacije proizvodnje. Međutim, koordinisano dejstvo monetarne i fiskalne politike, ne samo da u drugom slučaju doprinosi Paretovom poboljšanju, već i u prvom slučaju to isto čini, jer monetarna politika svojom neselektivnošću u uslovima delovanja šokova tražnje može značajno narušiti sektorsku strukturu proizvodnje.

Pođimo od sledećeg modela:¹¹

$$y_n = f(p_n - w, u_n) \quad (4)$$

$$y_t = f(p^* + s - w, u_t) \quad (5)$$

$$y_n = f(r, E, x, v) \quad (6)$$

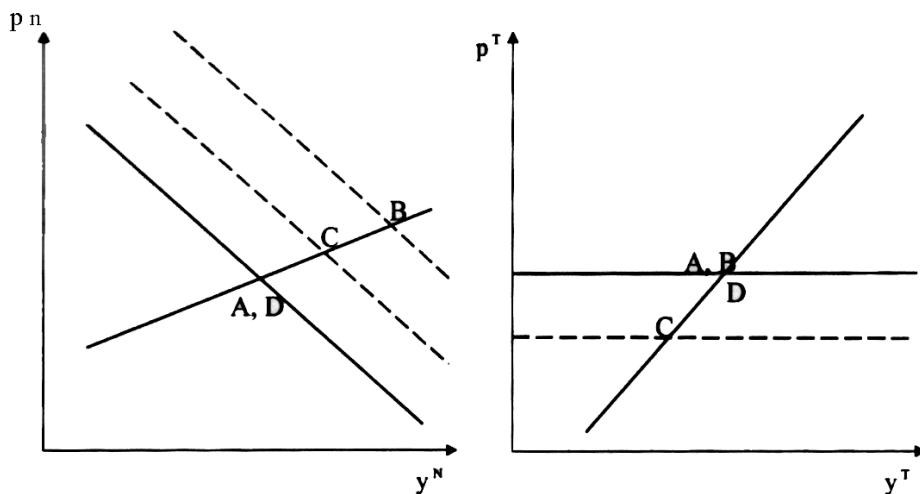
11 Pojednostavljeno prema: Roisland and Torvik (2000), str. 6, 7.

Prva funkcija opisuje ponašanje ponude u sektoru nerazmenjivih dobara (y_n), koja pozitivno zavisi od visine cena u tom sektoru, negativno od visine nadnica (egzogena varijabla), ali i od dejstva šoka ponude u tom sektoru (u_n). Druga funkcija opisuje ponašanje ponude u sektoru razmenjivih dobara (y_t), koja pozitivno zavisi od svetskih cena izraženih u domaćoj valuti (p^*+s), gde je s nominalni devizni kurs (cena i devizni kurs su logaritmovani), negativno od visine nadnica, ali i od šoka na strani ponude u tom sektoru (u_t). Agregatna ponuda definisana je ponderisanom sumom ponude oba sektora, pri čemu su ponderi učešća ovih sektora u agregatnoj ponudi. Treća jednačina pokazuje funkciju tražnje sektora nerazmenjivih proizvoda (y_n), koja negativno zavisi od realne kamatne stope (r), pozitivno od realnog deviznog kursa (E), pozitivno od dejstva fiskalne politike (x) i od šoka sa strane tražnje u tom sektoru (v). Pošto je pretpostavka modela da je u pitanju mala otvorena privreda koja ne može da utiče na svetske cene, ponuda njenih proizvoda iz razmenjivog sektora mora biti na nivou svetskih cena izraženih u domaćoj valuti, što automatski determiniše tražnju za njenim proizvodima iz tog sektora.

Ukoliko pretpostavimo da funkcija gubitka pored uobičajenih članova (odstupanja inflacije od targetirane i proizvodnje od potencijalnog nivoa) uključuje i druge članove poput ostvarenja sektorske ravnoteže, onda se ispostavlja da u režimu targetiranja inflacije fiskalna politika mora imati aktivno učešće, kako bi se ostvarili ciljevi i stabilnosti cena i stabilnosti agregatne proizvodnje, ali i stabilnosti proizvodnje po sektorima. Koordinacija monetarne i fiskalne politike je neophodna pri svakoj vrsti šoka, jer odsustvo iste implicira suboptimalno rešenje. Međutim, od posebnog interesa za ovaj rad je sagledavanje koordinacije monetarne i fiskalne politike pri dejstvu šoka tražnje ili ponude u uslovima targetiranja inflacije.

Pri dejstvu šoka tražnje (npr. pozitivnog) na tržištu nerazmenjivih dobara kriva tražnje se pomera na desno, vodeći ka rastu proizvodnje u tom sektoru, ali i rastu cena (tačka B). Na tržište dobara koja pripadaju razmenjivom sektoru to ne utiče. Međutim, monetarna politika postaje aktivna, ako takav šok tražnje pretili da ugrozi ostvarenje targetirane inflacije. U tom slučaju, restriktivna monetarna politika, kroz rast kamatnih stopa utiče na apresijaciju domaće valute, što pomera krivu koja pokazuje svetske cene izražene u domaćoj valuti na niže, čime je smanjena proizvodnja u sektoru razmenjivih dobara (tačka C). Međutim, apresijacija i više kamatne stope donekle slabe efekat u domenu sektora razmenjivih dobara, te se kriva tražnje u tom sektoru vraća, ali ne potpuno (tačka C). Cilj monetarne politike je ostvaren, ali uz narušenost privredne strukture, jer je sektor nerazmenjivih dobara zabeležio rast, a sektor razmenjivih dobara pad. Ovaj mehanizam prikazan je na sledećem grafikonu.

GRAFIK 3. DEJSTVO ŠOKA TRAZNJE



* Napomena: Levi deo grafikona: sektor nerazmenjivih dobara
 Desni deo grafikona: sektor razmenjivih dobara

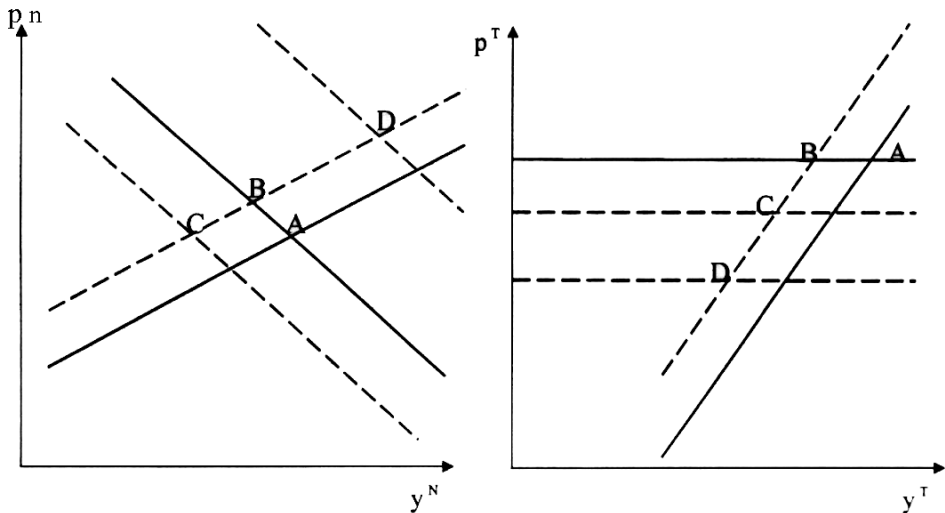
Izvor: Roisland and Torvik (2000), str. 13.

Ispostavlja se da koordinacija monetarne i fiskalne politike može doprineti ostvarenju ciljeva obe politike. Naime, u određenom stepenu, dejstvo fiskalne politike može smanjiti potrebu monetarne politike za intervencijom, tj. u ovom slučaju restriktivna fiskalna politika pomaže ostvarenju cilja monetarne politike, ali i održanju ravnoteže sektorske proizvodnje (tačka D). Fiskalna restrikcija može u potpunosti ili delimično kompenzovati dejstvo šoka tražnje, te se time može očuvati stabilnost i cena i proizvodnje na agregatnom i sektorskom nivou.

Šok ponude nameće drugačiji ishod, kada je u pitanju uloga fiskalne politike za stabilizaciju proizvodnje u uslovima targetiranja inflacije. Naime, šok na strani ponude, kao na primer rast izdataka za nadnice, dovodi do pomeranja krive ponude na levo u oba sektora (tačka B). Rast cena, kao posledica smanjenja ponude, ugrožava cilj monetarne politike, te u takvoj situaciji centralna banka povećava kamatne stope, što dovodi do apresijacije domaće valute i produblivanja recesije u oba sektora (tačka C). Ukoliko u takvoj situaciji agregatna proizvodnja predstavlja primarni cilj fiskalne politike, onda ona svojom ekspanzivnošću utiče da rast proizvodnje u sektoru nerazmenjivih dobara bude veći od pada proizvodnje u sektoru razmenjivih dobara, te da neto efekat na proizvodnju bude pozitivan. Međutim, tada su produbljene međusektorske razlike (tačka D). Pod uslovom da nadalje nije ugrožen cilj monetarne politike, sniženje kamatne stope, te depresijacija domaće valute donekle bi ublažilo ovakve posledice na sektorskom nivou. Iz ovog ilustrativnog primera se može videti koliko šok ponude u uslovima targetiranja inflacije može poremetiti sektorsku strukturu proizvodnje, iako uz dobru koordinaciju monetarne i fiskalne politike cilj monetarne politike može biti ostvaren, kao i delom cilj fiskalne politike – stabilizacija agregatnog nivoa proizvodnje. Suprotno, u slučaju da je stabilnost sektora razmenjivih

dobara izuzetno bitna, fiskalna politika treba da bude čvrsta kada se negativan šok ponude pojavi.¹² Ovaj mehanizam prikazan je na sledećem grafikonu.

▶ GRAFIK 4. DEJSTVO ŠOKA PONUDE



* Napomena: Levi deo grafikona: sektor nerazmenjivih dobara
 Desni deo grafikona: sektor razmenjivih dobara

Izvor: Roisland and Torvik (2000), str. 16.

Na osnovu svega se može reći da je ovaj monetarni režim uspešan samo ako pored ostvarenja stabilnosti cena, ne narušava ostale ciljeve (poput minimizacije varijabilnosti proizvodnje, ali i sektorske strukture BDP-a). Jedno od rešenja problema jeste koordinacija monetarne i fiskalne politike, koja proističe iz njihove međusobne uslovljenosti, iako svaka od njih ima sopstvene ciljeve, instrumente, ograničenja i podsticaje. Da bi targetiranje inflacije bilo uspešno, koordinacija monetarne i fiskalne politike mora biti na visokom nivou bilo kroz kontakte fiskalnih i monetarnih vlasti formalne i neformalne prirode ili kroz formalne institucionalne aranžmane.

4. FISKALNA NEODGOVORNOST: POSLEDICE NA PERFORMANSE TARGETIRANJA INFLACIJE U SRBIJI

4.1. Fiskalni trendovi za vreme targetiranja inflacije

Kreatori fiskalne politike u Srbiji u prošlosti nisu pridavali veći značaj cenovnoj stabilnosti. Drugi ciljevi fiskalne politike najčešće su dobijali primat nad monetarnom stabilnošću. U tom kontekstu može se reći da je monetarna politika bila podređena, te da je dominacija fiskalne politike često ostavljala tragove na monetarnu stabilnost. Kretanje fiskalnih indikatora najbolje oslikava koliki fiskalni teret Srbija nosi počevši od 2009. godine.

► TABELA 1. KRETANJE FISKALNIH INDIKATORA U SRBIJI 2009-2015. GOD.

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Republički budžetski suficit / deficit (u % BDP-a)	-3,2	-3,4	-4,0	-5,9	-5,2	-6,3	-2,9
Konsolidovani budžetski suficit / deficit (u % BDP-a)	-4,4	-4,6	-4,8	-6,8	-5,5	-6,6	-3,8
Javni dug (u % BDP-a)	32,8	41,8	45,4	56,2	59,6	70,4	75,6

Izvor: NBS, Makroekonomski indikatori, <http://www.nbs.rs/internet/cirilica/30/>

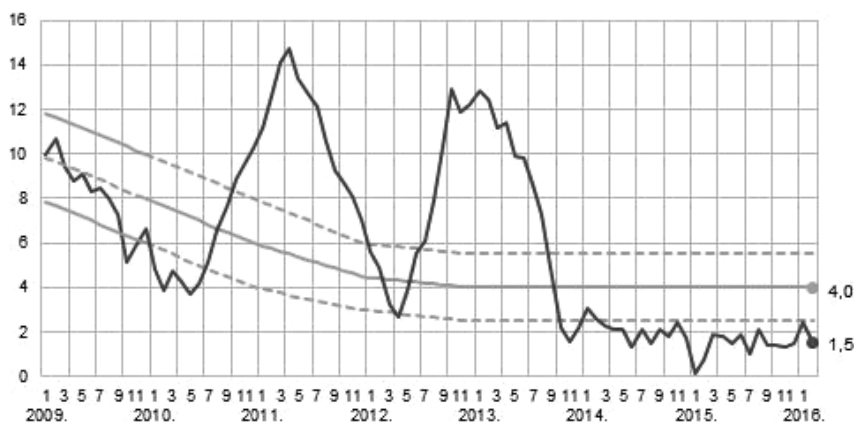
Ovakvo kretanje fiskalnih pokazatelja duguje se različitim često objektivnim, ali češće neodgovornim reakcijama fiskalnih vlasti na makroekonomske tendencije. Ekspanzivan karakter fiskalne politike (meren kretanjem strukturnog deficita u zavisnosti od znaka proizvodnog jaza) bio je imanentan Srbiji u posmatranom periodu. Međutim, ciljevi te ekspanzivnosti nisu komplementarni sa ciljem monetarne stabilnosti. Jedan od razloga te vrste divergencije jeste činjenica da za slučaj Srbije važi teorija političkih poslovnih ciklusa. Fiskalna odgovornost trebalo je da bude osnažena uvođenjem fiskalnih pravila i osnivanjem Fiskalnog saveta 2010. god., međutim, efekti ovih vrsta institucionalnih rešenja nisu dali očekivane rezultate.

4.2. Konsekvence fiskalnih kretanja na uspešnost targetiranja inflacije

Negativne tendencije u fiskalnom domenu ostavile su posledice i na performanse targetiranja inflacije kao monetarnog režima, koji je počeo sa formalnom primenom od 1. januara 2009. godine, a na osnovu Sporazuma Narodne banke Srbije i Vlade Republike

Srbije o ciljanju (targetiranju) inflacije. Jedna od ključnih stavki ovog sporazuma jeste koordinacija monetarne i fiskalne politike, te obavezivanje vlade da će fiskalna politika biti u skladu sa monetarnim ciljem. Međutim, i pored toga, čini se da kreatori fiskalne politike u Srbiji u prošlosti nisu veliki značaj pridavali tom cilju, već nekim drugim ciljevima, koji su nekonzistentni sa ciljem monetarne politike. To je, između ostalog, i jedan od razloga čestog odstupanja inflacije od targetiranog nivoa, pogotovo u fazama premašivanja inflacionog targeta (grafikon br. 5).

▶ GRAFIK 5. CILJANA I OSTVARENA STOPA INFLACIJE (NA MEĐUGODIŠNJEM NIVOU U %)



Izvor: NBS, http://www.nbs.rs/internet/cirilica/30/30_9/kretanje_inflacije.html

Pored čestih odstupanja od targetiranog koridora, u posmatranom periodu je bila izražena i volatilnost proizvodnje, pa su i promene u sektorskim odnosima bile veoma intenzivne. Za analizu fiskalnih preduslova uspešnosti targetiranja inflacije u Srbiji je posebno značajan period od maja 2012. godine do danas, gde se uočavaju tri podperioda: a) maj 2012 - januar 2013.; b) februar 2013 – novembar 2013. i c) decembar 2013- danas. Prvi period odlikuje permanentno rastući trend inflacije i zadržavanje inflacije iznad targetiranog koridora, a drugi konstantan pad inflacije, kao i pad ispod targetiranog koridora. Treći period je period niske inflacije koja se uglavnom kreće ispod targetiranog okvira. Posebno smo obratili pažnju na domaće šokove, jer su oni fokus centralne banke, za razliku od eksternih šokova koji su primarni u slučaju targetiranja devznog kursa (Fabris i Galić (2016), str. 344.).

Jedan od faktora rasta Indeksa potrošačkih cena u prvom periodu jesu izbori, jer je ekspanzivna fiskalna politika bila naročito izražena u prvoj polovini godine (oko 70% ukupno planiranog deficita budžeta). Pored toga, značajan doprinos rastu inflacije dala je velika suša koja je pogodila Srbiju u toj godini. Imajući u vidu da je učešće prehrambenih proizvoda u Indeksu potrošačkih cena u Srbiji veoma visoko, jasno je da je ovaj negativan šok ponude veoma uticao na inflaciju (od ukupnog rasta od 9.5pp od aprila do decembra 2012., rast Indeksa potrošačkih cena zahvaljujući suši bio je oko 6.6pp). Opšteprihva-

ćena klasifikacija proizvodnje prema sektorskoj strukturi je na proizvodnju nerazmenjivih dobara i razmenjivih dobara. Kao približnu meru proizvodnje nerazmenjivih dobara smo uzeli građevinarstvo, a proizvodnje razmenjivih dobara industriju i primarne delatnosti. Obratimo pažnju na model Roisland and Torvik, koji je veoma primenjiv na slučaj Srbije:

- I šok ponude (suša, koja ostavlja negativne posledice na proizvodnju);
- II pomera se kriva ponude u levo u oba sektora;
- III rast cena u oba sektora (snažan rast i Indeksa potrošačkih cena, kao agregatnog pokazatelja);
- IV restriktivna monetarna politika;
- V apresijacija valute;
- VI produbljanje negativnih efekata na proizvodnju u oba sektora.

Dokaz navedenim tezama može se naći u kretanjima makroekonomskih pokazatelja (tabela br. 2). Na osnovu ovih podataka jasno je da restriktivna monetarna politika nije mogla da oslabi značaj pomenutih izvora rasta inflacije u ovom periodu. Doprinosa međugodišnjoj stopi rasta BDP-a u ovom periodu bio je uglavnom negativan u oba sektora, kao što i teorijski model predviđa.

► TABELA 2. PRIKAZ KRETANJA OSNOVNIH PARAMETARA U MODELU

GODINA	MESEC	REFERENTNA KAMATNA STOPA	INDEKS POTROŠAČKIH CENA (GODIŠNJA STOPA U %)	DEVIZNI KURS (PROSEK PERIODA)	DOPRINOS GODIŠNJOJ STOPI RASTA BDP-A – U PROCENTNIM POENIMA		
					POLJOPRIVREDA, RIBOLOV I ŠUMARSTVO	INDUSTRIJA	GRAĐEVINARSTVO
2012	Maj	9.5	3.9	113.6014	Q2	Q2	Q2
2012	Jun	10	5.5	115.7713	-1.3	-0.1	0.5
2012	Jul	10.25	6.1	116.4641	Q3	Q3	Q3
2012	Avgust	10.5	7.9	117.8899	-1.7	-0.2	-0.1
2012	Septembar	10.5	10.3	116.3999	Q4	Q4	Q4
2012	Oktobar	10.75	12.9	113.8594	-1.6	0.4	-1.0
2012	Novembar	10.95	11.9	112.911			
2012	Decembar	11.25	12.2	113.5413			
2013	Januar	11.5	12.8	111.9624			

Izvor: NBS, Statistika iz Izveštaja o inflaciji, <http://www.nbs.rs/internet/cirilica/30>

Pad Indeksa potrošačkih cena u drugom periodu pre svega je posledica male agregatne tražnje. Jedan od uzročnika pada inflacije jesu i negativni šokovi sa strane tražnje koji pogađaju sektor nerazmenjivih dobara. Ponovo obratimo pažnju na model Roisland and Torvik:

- I negativni šokovi tražnje (npr. značajan pad vrednosti građevinskih radova);

- II ekspanzivna monetarna politika;
- III pad cena u sektoru nerazmenjivih dobara (snažan pad i Indeksa potrošačkih cena, kao agregatnog pokazatelja);
- IV depresijacija valute;
- V kriva koja pokazuje svetske cene izražene u domaćoj valuti se pomera naviše;
- VI raste proizvodnja u sektoru razmenjivih dobara;
- VII pad proizvodnje u sektoru nerazmenjivih dobara.

Dokaz navedenim tezama može se naći u kretanjima makroekonomskih pokazatelja (tabela br. 3). Na osnovu ovih podataka, jasno je da se privredna struktura popravila u korist sektora razmenjivih dobara. To je dalo i doprinos značajnijem smanjenju spoljnotrgovinskog deficita (stopa rasta izvoza u 2013. iznosila je 21.4%). Pad kamatnih stopa, kao i depresijacija, doveo je do delimičnog smanjenja pada proizvodnje u sektoru nerazmenjivih dobara. Uz to taj pad je delimično osujećen fiskalnom ekspanzijom, ali naglašavamo ne koordinisanom akcijom, već iz drugih razloga.

► TABELA 3. PRIKAZ KRETANJA OSNOVNIH PARAMETARA U MODELU

GODINA	MESEC	REFERENTNA KAMATNA STOPA	INDEKS POTROŠAČKIH CENA (GODIŠNJA STOPA U %)	DEVIZNI KURS (PROSEK PERIODA)	DOPRINOS GODIŠNJOJ STOPI RASTA BDP-A – U PROCENTNIM POENIMA		
					POLJOPRIVREDA, RIBOLOV I ŠUMARSTVO	INDUSTRIJA	GRAĐEVINARSTVO
2013	Februar	11.75	12.4	111.3937	<u>Q1</u>	<u>Q1</u>	<u>Q1</u>
2013	Mart	11.75	11.2	111.7175	1.36	0.82	-0.77
2013	April	11.75	11.4	111.5011	<u>Q2</u>	<u>Q2</u>	<u>Q2</u>
2013	Maj	11.25	9.9	110.9393	1.53	0.56	-1.78
2013	Jun	11	9.8	114.0235	<u>Q3</u>	<u>Q3</u>	<u>Q3</u>
2013	Jul	11	8.6	113.9043	1.49	1.87	-1.18
2013	Avgust	11	7.3	114.0325	<u>Q4</u>	<u>Q4</u>	<u>Q4</u>
2013	Septembar	11	4.9	114.6447	1.36	0.75	-0.72
2013	Oktobar	10.5	2.2	114.1905			
2013	Novembar	10	1.6	114.0649			
2013	Decembar	9.5	2.2	114.7101			

Izvor: NBS, Statistika iz Izveštaja o inflaciji, <http://www.nbs.rs/internet/cirilica/30>

Međutim, problem i u prvom i u drugom slučaju je što fiskalna politika nije bila podržavajuća prema monetarnoj politici. Vođena sopstvenim motivima, fiskalna politika je neretko bila glavni uzročnik visoke inflacije u Srbiji. U prethodnim primerima, vidi se da nedostaje koordinisana akcija kreatora obe politike, čime bi negativni efekti šokova tražnje i ponude bili lakše stabilizovani. Neutralnost fiskalne politike *ex post* nema smisla, ako je *ex ante* od fiskalnih vlasti tražena kooperativnost prilikom određenja samog cilja monetarne politike. Nedostatak koordinacije posledica je pre svega nemogućnosti fiskalne politike

da u tom trenutku aktivnije deluje, jer je manevarski prostor za to ograničen. Vođenje prociklične fiskalne politike ostavilo je brojne posledice koje će predstavljati sve veći teret za kreatore obe politike.

Treći period odlikuje niska inflacija, koja se u dužem periodu vremena kreće ispod targetiranog okvira. Uzroci niske inflacije su brojni. Nedovoljna agregatna tražnja, povoljni uslovi u međunarodnom okruženju (niske kamatne stope, niske cene primarnih proizvoda, energenata itd.), relativna stabilnost deviznog kursa, pad cena domaćih primarnih proizvoda itd. Neostvarenje inflatornog cilja u dužem periodu vremena dovodi u pitanje moć monetarne politike. Njena moć je oslabljena u navedenom periodu i odsustvom koordinisanih akcija sa fiskalnom politikom.

Čini se da su se kreatori ekonomske politike u ovom periodu našli u zamci. Ograničavajući faktori dovođenja inflacije u targetirani okvir mogli bi biti prevaziđeni, međutim neodgovornost kreatora fiskalne politike prema cilju monetarne politike ostavlja tragove. Naime, manevarski prostor u domenu fiskalne politike, da kroz rast agregatne tražnje podstakne rast inflacije je sužen, zbog tendencija u prošlosti. Pored toga, faktori poput visine multiplikatora, investicione politike i odnosa kapitalne i socijalne komponente budžeta, nepovoljno su uticali na ekonomsku aktivnost, a indirektno i na visinu inflacije.

Sa druge strane, monetarna politika takođe gubi manevarski prostor, u određenoj meri svojevolumno. To se dešava jer je ipak pažnju pridavala i stabilnosti deviznog kursa, iako nezvanično. U tim uslovima, pad referentne kamatne stope je manji nego što bi eventualno mogao biti. Taj pad je manji i zbog toga što bi ionako smanjeno interesovanje investitora za dinarske državne hartije od vrednosti bilo još značajnije umanjeno. Stoga je posledica ovog začaranog kruga između monetarne i fiskalne politike viša referentna kamatna stopa nego u drugim zemljama koje targetiraju inflaciju, inflacija ispod targetiranog nivoa i *status quo* stanje, kojim se samo kupuje vreme.

Imajući u vidu da prema većini teorijskih stavova neodgovornost fiskalne politike može uticati na stabilnost cena, kao i druge performanse monetarnog okvira targetiranja inflacije, nužno je u buduće raditi na jačanju fiskalne odgovornosti u Srbiji. Fiskalna politika će definitivno, direktno i indirektno, predstavljati jedan od ključnih rizika po monetarni režim targetiranja inflacije u Srbiji u budućnosti, imajući u vidu kontinuirane budžetske deficite, visok javni dug, nepoštovanje fiskalnih pravila i dr. Stoga uspeh targetiranja inflacije zavisi od daljeg razvoja institucionalnih mehanizama koordinacije monetarnih i fiskalnih vlasti u Srbiji, što podrazumeva jačanje nezavisnosti centralne banke i jačanje instituta fiskalne odgovornosti.

5. ZAKLJUČAK

Targetiranje inflacije, kao jedan noviji monetarni okvir, u budućnosti će zaokupljati pažnju istraživača, imajući u vidu da njegova popularnost i dalje raste, jer su neki drugi režimi u poslednje vreme pokazali svoje slabosti. Uspešnost ostvarenja cilja stabilnosti cena zavisi i od ponašanja fiskalnog agenta, što je pokazano pojavom teorija inflacije poput fiskalne teorije inflacije ili fiskalne teorije nivoa cena.

U uslovima targetiranja inflacije, kredibilitet monetarnih vlasti veoma je zavistan od kredibiliteta fiskalnih vlasti. Neodgovornost sa fiskalne strane nosi posledice i na monetarnoj strani. Pošto u ovom monetarnom režimu centralna banka najčešće ima nezavisnost u pogledu instrumenata koje može da koristi za ostvarenje cilja, ali ne i nezavisnost u pogledu cilja, postavlja se pitanje kako fiskalne vlasti motivisati da veći ponder pridaju stabilnosti cena. Makroekonomska analiza pokazuje da je to teško moguće bez institucionalnih mehanizama, kao što su fiskalna pravila i nezavisnost centralne banke. Ni to nije dovoljno, ali je solidan iskorak u odnosu na stanje potpune dominacije fiskalne politike nad monetarnom politikom.

U uslovima targetiranja inflacije, koordinacija monetarne i fiskalne politike dobija još više na značaju, jer je ponekad dejstvo ekonomskih šokova različite prirode neophodno kooperativno neutralisati. Šokovi tražnje i ponude *de facto* će usloviti prilagođavanja sistema. Međutim, ovaj režim pruža mogućnost da kooperativnom akcijom negativna dejstva šokova budu umanjena. Eventualna nekooperativnost agenata sa obe strane dovešće do problema, jer je u ekonomskoj teoriji jasno pokazano koliko je velika zavisnost u ostvarenju ciljeva u ekonomskoj politici.

Primena targetiranja inflacije u Srbiji pokazala je da uspešnost ove strategije monetarne politike itekako zavisi od uticaja fiskalne politike. Nedovoljna razvijenost finansijskih tržišta, nedovoljna nezavisnost centralne banke (faktička), nedovoljan stepen koordinacije monetarnih i fiskalnih vlasti, visoka dolarizacija sistema, neodgovorna fiskalna politika su kamenovi spoticanja režima targetiranja inflacije u Srbiji. Rešavanje ovih problema potpomoći će rast kredibiliteta oba kreatora ekonomske politike, što će imati značajne reperkusije i po cenovnu stabilnost u budućnosti.

LITERATURA

Bernanke B. and Mishkin F. (1997), "Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?" *Journal of Economic Perspectives* 11, 97-116

Fabris, N. (2006), "Inflation Targeting With Special Review on Application in Serbia" *Panoeconomicus*, Vol. 4, Pp 389-405

Fabris N., Galić J. (2016), „Targetiranje inflacije u zemljama sa dvovalutnim sistemima“, u D. Šoškić i M. Arsić (redaktori) (2016), *Ekonomska politika Srbije u 2016. god.*, Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta u Beogradu, Beograd, str. 343-354

Jakšić, M. i Prašćević, A. (2010), *Politička makroekonomija*, Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta u Beogradu, Beograd.

Ješić, M. (2013), "Implications of Fiscal Irresponsibility on Financial Stability" *Journal of Central Banking Theory and Practice*, Vol. 2, No 3, Pp 111-138

Leitemo, K. (2004), "A Game between the Fiscal and the Monetary Authorities under Inflation Targeting" *European Journal of Political Economy*, Vol. 20, Pp 709-724

Mishkin, F. (2000), "Inflation Targeting in Emerging Market Countries", National Bureau of Economic Research, Cambridge, Working paper, No. 7618, March 2000

NBS, http://www.nbs.rs/internet/cirilica/30/30_9/kretanje_inflacije.html

NBS, Makroekonomski indikatori, <http://www.nbs.rs/internet/cirilica/30/>

NBS, Statistika iz Izveštaja o inflaciji, <http://www.nbs.rs/internet/cirilica/30>

Roisland, O. and Torvik, R. (2000), "Fiscal Policy under Inflation Targeting", Norges Bank, Oslo, Working paper, No. 2000/15, December 2000

Sargent, T. and Wallace, N. (1981), "Some unpleasant monetarist arithmetic" *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, Vol. 5, No. 3, Pp 1-17

Sporazum o ciljanju (targetiranju) inflacije, NBS i Vlada RS, decembar 2008.

Stiglitz, J. (2008), "The Failure of Inflation Targeting", <http://www.project-syndicate.org/commentary/the-failure-of-inflation-targeting#OjqOj5Xpto2JaLD.99>

Walsh, C. (2002), "Teaching Inflation Targeting: An Analysis for Intermediate Macro" *Journal of Economic Education*, Vol. 33, No 4, Pp 333-346

Woodford, M. (2001), "Fiscal Requirements for Price Stability" *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 33, No. 3, Pp 669-728
