



ANALIZA EFEKATA MERA EKONOMSKE POLITIKE U SRBIJI PREKO MUNDELL-FLEMINGOVOG MODELA

Zoran Grubišić

*Univerzitet Union, Beogradska Bankarska Akademija,
Fakultet za bankarstvo, osiguranje i finansije*
✉ zoran.grubisic@bba.edu.rs

Sandra Kamenković

*Univerzitet Union, Beogradska Bankarska Akademija,
Fakultet za bankarstvo, osiguranje i finansije,*
✉ sandra.kamenkovic@bba.edu.rs

UDK
338.246.2:
336.74
Pregledni
rad

Apstrakt: Svetska ekonomska kriza pogodila je čitav svet, uključujući i Srbiju. Zemlje različitog stepena razvijenosti su reagovale različitim merama ekonomske politike, kako monetarne, tako i fiskalne. Ekonomske vlasti Srbije su u odabiru mera imale određene ograničavajuće faktore, imajući u vidu pre svega nedovršen proces tranzicije. Predmet analize ovog rada biće ispitati da li je primenjena monetarna i fiskalna politika u Srbiji adekvatna poziciji u kojoj se Srbija po Mundell-Flemingovom modelu nalazi, kao i koja je početna pozicija za buduće mere ekonomske politike.

Primljeno:
30.10.2014.
Prihvaćeno:
27.03.2015.

Ključne reči: Monetarna politika, fiskalna politika, Mundell-Fleming model

1. Uvod

Pre izbijanja svetske finansijske krize Srbija je imala uravnotežen platni bilans, sa deficitom u tekućem delu platnog bilansa i suficitom u kapitalnom delu platnog bilansa. Suficit u kapitalnom delu uglavnom je bio posledica prihoda od privatizacije. Međutim, nakon izbijanja krize tokom 2008. i 2009. godine dolazi do naglog pada priliva stranog kapitala, koji čak nije bio direktno korelisan sa nivoom kamatne stope. Osnovna posledica ogledala se u velikom deficitu platnog bilansa, jer se sada visoki tekući deficit prema inostranstvu nije mogao pokriti prilivom stranog kapitala. Osim toga, dolazi do pogoršanja praktično

svih makroekonomskih pokazatelja u Srbiji, kao i odlaganja niza neophodnih reformi koje bi omogućile uštede, pa se situacija dodatno komplikuje. Vlasti su merama ekonomske politike pokušale da umanje posledice, ali stiče se utisak da osim problema koje je izazvala ekonomska kriza, postoji još niz nerešenih problema u ekonomiji Srbije. Iako su u više navrata najavljivane reforme, naročito u domenu fiskalne politike, one su implementirane u krajnje skromnom obimu, što svakako nije dobro, naročito za dalji rast i razvoj ekonomije.

2. Teorijska osnova

Mundell-Flemingov model nazvan je prema Robertu Mundellu i Jamesu Flemingu, a najvažnijim doprinosom ovog modela smatra se uključivanje trgovine i međunarodnih kretanja kapitala u makroekonomske modele zasnovane na kejnzijanskim IS-LM modelima (Fleming, Mundell, 1964). Ovaj model pokazuje ključne makroekonomske varijable, poput BDP-a, stope inflacije, platnog bilansa, deviznih kurseva, kamatne stope i njihovu međusobnu interakciju, kao i uticaj fiskalne i monetarne politike na stanje unutrašnje i eksterne ravnoteže. Kada se govori o Flemingovom doprinosu modelu koji danas nosi naziv Mundell-Flemingov model misli se na njegov rad iz 1962. godine u kome je analizirao posledice odluke o režimu deviznog kursa na efikasnost monetarne i fiskalne politike. U ovom radu, on tvrdi da je ekspanzivna monetarna politika, efikasnija pod fluktuirajućim nego pod fiksnim deviznim kursom i to, kako apsolutno, tako i relativno u odnosu na fiskalnu akciju. S druge strane, prema Flemingu, neizvesno je da li će ekspanzivni efekat fiskalne politike meren rastom budžetskih izdataka ili snižavanjem poreza biti veći ili manji pod fluktuirajućim, odnosno fiksnim deviznim kursom.

S obzirom da zemlje u razvoju i tranziciji još uvek nisu u potpunosti integrisane u međunarodno tržište kapitala, i fiskalna i monetarna politika u režimu fluktuirajućeg deviznog kursa mogu biti poprilično efikasne (Mundell, 1960).

Mundell-Flemingov model sastoji se od tri krive. IS kriva pokazuje ravnotežne tačke na robnom tržištu, odnosno različite kombinacije agregatne proizvodnje i kamatne stope u kojima je agregatna proizvodnja jednaka agregatnoj tražnji. LM kriva pokazuje različite kombinacije nivoa BDP-a i kamatnih stopa kod kojih je novčano tržište u ravnoteži, odnosno gde su ponuda i tražnja za novcem jednake. Kriva platnog bilansa BP pokazuje različite kombinacije kamatnih stopa i BDP-a u situaciji platno bilansne ravnoteže.

Faktori koji utiču na pomeranje IS krive po Mishkinu (2006) su sledeći:

1. Rast individualne potrošnje (C), pomera funkciju agregatne tražnje naviše, što dovodi do povećanja agregatne proizvodnje (Y) i povećanja kamatne stope (i), a grafički se IS kriva pomera nadesno.

2. Rast planiranih investicija (I), povećava agregatnu tražnju a posledično rastu agregatna proizvodnja (Y) i kamatna stopa (i), dok se grafički IS kriva pomera nadesno.
3. Rast javne potrošnje (G), povećava agregatnu tražnju i posledično rastu agregatna proizvodnja (Y) i kamatna stopa (i), dok se IS kriva pomera nadesno.
4. Rast poreza (T), ne utiče neposredno na agregatnu tražnju, ali smanjuje iznos dohotka koji je na raspolaganju, odnosno smanjuje individualnu potrošnju. Smanjenje individualne potrošnje vodi padu agregatne tražnje, odnosno padu agregatne proizvodnje (Y) i padu kamatne stope (i), a IS kriva se pomera nalevo.
5. Rast neto izvoza (NX) povećava agregatnu tražnju, odnosno povećava agregatnu proizvodnju (Y) i povećava kamatnu stopu (i), a IS kriva se pomera nadesno.

Faktori koji utiču na pomeranje LM krive su sledeći:

1. Rast ponude novca (Ms) pomera LM krivu nadesno, što uz konstantnu proizvodnju dovodi do smanjenja kamatne stope, te je u novoj ravnotežnoj tački proizvodnja (Y) povećana, a kamatna stopa (i) smanjena.
2. Rast tražnje novca (Md), pri konstantnom nivou proizvodnje, pomera krivu LM nalevo, a kamatna stopa raste, pa je u novoj ravnotežnoj tački proizvodnja (Y) smanjena, a kamatna stopa (i) povećana.

Faktori koji utiču na pomeranje BP krive su sledeći:

1. Suficit platnog bilansa vodi tome da se presek IS i LM krive nalazi levo od BP krive kojom je iskazan suficit platnog bilansa. Suficit nastaje zbog toga što je nivo BDP-a prenizak i/ili zato što je nivo kamatnih stopa previsok u odnosu na opštu ravnotežu.
2. Deficit platnog bilansa vodi tome da se presek IS i LM krive nalazi desno u odnosu na BP krivu, što znači da je nivo BDP-a previsok i/ili je nivo domaćih kamatnih stopa prenizak u odnosu na ravnotežne veličine, što uzrokuje pojavu platnobilansnog deficita.

Treba naglasiti da su zaključci iz IS-LM modela zatvorene i IS-LM modela otvorene privrede različiti. Kod modela zatvorene privrede, podjednako su efikasne i monetarna i fiskalna politika, a sveukupna efikasnost zavisi od nagiba i elastičnosti IS i LM kriva, pri čemu je BP kriva potpuno horizontalna. U slučaju modela otvorene privrede, fiskalna politika je potpuno neefikasna za razliku od monetarne koja je vrlo efikasna.

3. Monetarna politika u Srbiji tokom 2012. godine

Na kraju 2012. godine, makroekonomski pokazatelji u Srbiji pokazuju tendenciju blagog oporavka. Privredna aktivnost beleži blagi rast, inflacija

stagnira, a spoljni deficit je smanjen. Ipak, dubljom analizom može se uvideti da samo određeni sektori pokazuju oporavak, poput automobilske, naftne i farmaceutske industrije, dok je ostatak privrede i dalje u recesiji. Ukoliko kao parametar oporavka analiziramo stopu nezaposlenosti, njena stopa u Srbiji govori o tome da do oporavka još uvek ne dolazi. Dodatno, okolnosti u ostatku Evrope, odnosno nastavak recesije dodatno otežava mogućnost oporavka privrede u Srbiji. Spoljni i fiskalni deficit su i dalje visoki, a visina javnog i spoljnog duga ne isključuje mogućnost izbijanja dužničke krize.

Tabela 1 – Makroekonomski pokazatelji u Srbiji

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
BDP	5,4%	3,8%	-3,5%	1,0%	1,6%	-1,5%
Inflacija	11,0%	8,6%	6,6%	10,3%	7,0%	12,2%
Tekući račun (u % BDP-a)	-17,7%	-21,6%	-6,6%	-6,7%	-9,1%	-10,7%

Izvor: Narodna banka Srbije

Monetarna politika u Srbiji krajem 2012. godine bila je izuzetno restriktivna, što je dovelo do obaranja inflacije. Ipak, s obzirom na poboljšanje makroekonomske situacije i najavljenju restriktivnosti fiskalne politike, restriktivnost monetarne politike bi se mogla umanjiti. Pored toga što je oborena, inflacija od novembra 2012. godine stagnira na istom nivou. Procena je da je uticaj sistemskih faktora, poput fiskalnog deficita i depresijacije kursa iz prve polovine 2012. godine, kao i uticaj jednokratnih faktora poput suše i povećanja poreza, koji su uticali na povećanje inflacije iscrpljeni. Očekivano je da u narednim mesecima inflacija bude niska, uz povremene skokove, uzrokovane povećanjem administrativno kontrolisanih cena. Tokom 2012. godine, dinar je u periodu od januara do avgusta doživeo nominalnu i realnu depresijaciju, da bi zatim u periodu od avgusta do oktobra snažno apresirao i, konačno, bio poprilično stabilan u periodu od oktobra do decembra. Apresijacija dinara bila je izazvana restriktivnom monetarnom politikom i prilivom deviza po osnovu zaduživanja države. Posledično, došlo je do obaranja inflacije, ali i do smanjenja cenovne konkurentnosti privrede Srbije. Pozitivna strana apresijacije dinara je činjenica da je država imala manje rashode za kamate, s obzirom da je najveći deo duga Srbije denominovan u stranoj valuti. Rashodi za kamate su u 2012. godini bili za 3,6 milijardi dinara manji od plana iz septembra. Smanjivanje restriktivnosti monetarne politike imalo bi za cilj da se preko umerene depresijacije dinara smanji deficit u tekućem platnom bilansu. Depresijacija bi dugoročno povoljno uticala na rast privredne aktivnosti i zaposlenosti, s tim da bi svakako morala da bude postepena, kako ne bi pokrenula visoku inflaciju ili izazvala visoke gubitke kod dužnika koji imaju dugovanja indeksirana u stranoj valuti. Postepena depresijacija ima za cilj da spreči naglu depresijaciju do koje bi moglo doći usled naglog smanjenja priliva

stranog kapitala. Takođe, planirano povećanje restriktivnosti fiskalne politike, ostavlja prostora za smanjenje restriktivnosti monetarne politike.

Tabela 2 - Devizne rezerve Narodne banke Srbije u periodu 2007-2012. godina (u milionima EUR)

Godina	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Iznos	9.634,0	8.162,0	10.601,9	10.001,6	12.058,2	10.914,7

Izvor: Narodna banka Srbije

Tabela 3 - Intervencije Narodne banke Srbije na međubankarskom deviznom tržištu kumulativno (u milionima EUR)

Godina	2011				2012			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Iznos	5	-30	-30	-30	-498	-1288	-1348	-1343

Izvor: Narodna banka Srbije

Tabela 4 – Devizni kurs u Srbiji tokom 2012. godine

Datum	Srednji kurs NBS
30.12.2011.	104,6409
31.01.2012.	106,0620
29.02.2012.	110,1866
30.03.2012.	111,3643
30.04.2012.	111,8981
31.05.2012.	116,6121
29.06.2012.	115,8203
31.07.2012.	117,7306
31.08.2012.	118,4517
28.09.2012.	115,0320
31.10.2012.	113,2836
30.11.2012.	112,6378
31.12.2012.	113,7183

Izvor: Narodna banka Srbije

Krajem godine je nastavljen trend smanjenja deficita u tekućem platnom bilansu, ali je došlo do zaokreta u kapitalnom bilansu u smislu da je došlo do značajnog suficita. Ono što je povoljna okolnost je da je smanjenje deficita u tekućem delu izazvano rastom izvoza, a s druge strane nepovoljna je što je suficit u kapitalnom bilansu ostvaren zaduživanjem države, što je svakako dugoročno neodrživo. Moguća posledica ovakvog scenarija je situacija da

nakon naglog zaustavljanja priliva kapitala dođe do snažne depresijacije dinara i smanjenja deviznih rezervi Narodne banke Srbije, a potom i do rasta inflacije. Takođe, trebalo bi napomenuti da je uprkos smanjenju deficita u tekućem delu platnog bilansa, on i dalje visok, te bi bilo neophodno raditi na njegovom daljem smanjenju. Spoljni dug je krajem 2012. godine dostigao nivo od oko 90% BDP-a, te će troškovi njegovog finansiranja biti izuzetno visoki, pa preti mogućnost platnobilansne krize.

4. Fiskalna politika u Srbiji tokom 2012. godine

Fiskalna politika u Srbiji krajem 2012. godine bila je izuzetno ekspanzivna, ali su očekivanja da će u 2013. godini biti znatno restriktivnija, s obzirom da bi trebalo da nastupi proces fiskalne konsolidacije. Fiskalni deficit na kraju godine dostigao je nivo od 6,6% BDP-a ili 217 milijardi dinara, što je za najmanje 0,5% više u odnosu na iznos planiran u okviru Fiskalne strategije koja je usvojena u novembru. Visok fiskalni deficit posledica je tradicionalno visokih rashoda nakon izbora. On je u četvrtom kvartalu najvećim delom generisan kroz snažan rast rashoda na subvencije i blagi rast kapitalnih rashoda, dok su ostale kategorije javnih rashoda i javni prihodi zabeležili blagi pad. Javni prihodi su u odnosu na plan bili manji za oko 25 milijardi dinara, što se može smatrati velikim odstupanjem, imajući u vidu da je rebalans budžeta pripremljen u septembru, te da je do kraja godine u tom momentu preostalo tri meseca. Od plana su najviše odstupali prihodi od akciza na duvan, neporeski prihodi i PDV. Po pitanju pada javnih rashoda, smanjenje u odnosu na plan je iznosilo oko 30 milijardi dinara, a najveći deo povlači manje izvršenje od planiranih rashoda za nabavku roba i usluga. Interesantno je pomenuti rezultate istraživanja koje su sprovedi Luković i Grbić (2014), koje analizira vezu između državnih prihoda i rashoda u Srbiji u periodu između 2003. i 2012. godine. Korišćenjem Toda-Yamamoto metoda ustanovljeno je da postoji jednosmerna uzročna posledična veza koja se kreće od državnih rashoda ka državnim приходima. Preporuka organima vlasti u kontekstu rezultata je da istraju u procesu smanjenja državnih rashoda, jer je to jedini optimalan način smanjenja budžetskog deficita u dugom roku. Efekti fiskalne konsolidacije bi svakako trebali da budu pozitivni, ali za procenu efekata će biti potreban duži vremenski period. Ipak, očekuje se da će fiskalni deficit biti veći od planiranih 3,6% BDP-a i da će dostići nivo od oko 4,5% BDP-a, pa bi moralo doći do novog zaduživanja. Zato su neophodne dodatne mere štednje kako fiskalni deficit ne bi prešao 4% BDP-a. Ono što je Fiskalni savet predlagao je da se usvoje i prate kvartalni ciljevi izvršenja budžeta, kako bi se na vreme preduzele korektivne mere, međutim za sada taj predlog nije usvojen.

Vlada je Fiskalnom strategijom za 2013. godinu predvidela da započne reformu zarada i zaposlenosti u javnom sektoru, da radi na okončanju procesa prestrukturiranja državnih preduzeća, da reformiše javna preduzeća, izradi socijalne karte stanovništva, početi penzijsku reformu.

Tabela 5 – Konsolidovan fiskalni bilans Republike Srbije (u % od BDP-a) u periodu 2007-2012. godina

Godina	2007	2008	2009	2010	2011	2012
%	-1,9	-2,58	-4,49	-4,56	-4,98	-6,63

Izvor: Tabelu su sačinili autori na osnovu podataka iz Kvartalnih monitora

Trebalo bi napomenuti da je u periodu pre izbijanja svetske ekonomske krize u velikom broju zemalja fiskalna politika uglavnom bila svedena na automatske stabilizatore, a da su diskrecione fiskalne mere posmatrane sa skepsom (Arestis, 2011). Međutim, izbijanjem ekonomske krize, postalo je jasno da tržište svojim samostalnim delovanjem neće moći da reši nastale ekonomske probleme, te su države posegnule za svojevrsnim strategijama oporavka. Na krizu su prvi odgovor bile monetarne mere za stabilizaciju, koje su povećale likvidnost finansijskog sistema injekcijama sredstava, dok su centralne banke širom sveta snizile referentne kamatne stope (Jevđović, 2013). Međutim, efikasnost monetarne politike limitirana je krajem 2008. godine, kada se osnovna kamatna stopa približila nuli. Sa monetarnom politikom koja je dolaskom do takozvane nulte granice postala neefikasna i ekonomskim sistemom pred kolapsom, fiskalna politika se pokazala kao jedini preostao alat. Uvođeni su stabilizacioni fiskalni paketi koji su podržavali agregatnu tražnju i spasli ekonomiju od dramatičnog pada.

Javni dug je na kraju 2012. godine iznosio 17,7 milijardi dinara (61,3% BDP-a). Rast indirektnog javnog duga, po osnovu izdatih garancija države za zaduživanje javnih preduzeća se nastavlja, što dodatno povećava nivo zaduženosti zemlje, što svakako nije povoljna okolnost. Ako se pretpostavi da će planirani ciljevi u domenu makroekonomskih i fiskalnih kretanja za 2013. godinu biti ostvareni, kao i da se realni devizni kurs neće značajnije menjati, očekuje se da javni dug Srbije na kraju 2013. godine bude na nivou 62-63% BDP-a. Trend rasta javnog duga je neodrživ i izvesno vodi ka krizi, te je neophodno što pre reagovati. Dodatno, treba napomenuti da je Vlada i u zakonskoj obavezi, po osnovu Zakona o budžetskom sistemu, da započne program smanjenja javnog duga kada on premaši granicu od 45% BDP-a. Takođe, kada se učešće javnog duga u BDP-u stalno povećava, investitori brzo zaključuju da se javne finansije zemlje nalaze na neodrživoj putanji i pretaće da pozajmljuju novac, što je svakako uvod u krizu javnog duga.

Tabela 6 – Kretanje javnog duga u Srbiji (u % BDP-a) u periodu 2007-2012. godina

Godina	2007	2008	2009	2010	2011	2012
%	30,9	29,2	34,8	44,6	46,9	59,4

Izvor: Tabelu su sačinili autori na osnovu podataka iz Kvartalnih monitora

5. Mundell-Flemingov model u Srbiji

Mere u domenu monetarne politike mogu se grupisati na sledeći način:

1. Rast referentne kamatne stope, od januara 2012. godine sa 9,50%, na 11,25% u decembru 2012. godine.
2. Kontrolisana depresijacija dinara u periodu od januara do oktobra čime su potrošene devizne rezerve, ali je ostvaren ekspanzivni uticaj na privrednu aktivnost, jer je izvoz postaje isplativiji, a zatim u periodu od avgusta do oktobra snažna apresijacija dinara.
3. Monetarna kontrakcija zbog smanjenja deviznih rezervi u ukupnom saldu za 2012. godinu.

Ukupni efekat monetarne politike je bio restriktivan usled pada ponude novca, prodaje deviza i povlačenja dinara. Restriktivan efekat je jači od efekta kontrolisane depresijacije dinara, koja ima ekspanzivan efekat.

Primerenije mere bi bile dozvoliti veću depresijaciju dinara, jer bi monetarno zatezanje, a time i kočenje tražnje bilo manje. Manji pad tražnje i okretanje od uvoznih ka domaćim proizvodima, usled depresijacije, vodilo bi manjem kočenju privredne aktivnosti i potrošilo bi se manje deviznih rezervi. Nedostatak veće depresijacije bio bi rast dugova, jer su krediti u Srbiji dominantno indeksirani u eurima.

Mere u domenu fiskalne politike bi se mogle sumirati na sledeći način:

1. Porast deficita javne potrošnje na 6,6% BDP-a.
2. Porast javnih rashoda kao ispunjenje predizbornih obećanja, kroz rast subvencija i rast kapitalnih rashoda.
3. Smanjeni budžetski prihodi po osnovu naplate PDV-a, akciza, carina.

Ukupan efekat fiskalne politike je ekspanzivan, čime se ublažava recesija, ali plate u javnom sektoru i penzije su neodržive u 2013. godini bez dodatnog zaduživanja. Dodatno, za 2013. godinu najavljeno je otpočinjanje procesa fiskalne konsolidacije.

Primerenije mere aktuelnoj situaciji bile bi zamrzavanje, čak i smanjenje plata u javnom sektoru i penzija, obustava zapošljavanja, smanjenje diskrecionih budžetskih odvajanja, smanjenje transfera zdravstvu i smanjenje transfera lokalnim samoupravama.

Kada u privredi postoji stanje neravnoteže, pre svega unutrašnje, ali i spoljašnje, kreatori ekonomske politike reaguju koristeći politike prilagođavanja, pre svega monetarnu i fiskalnu, kako bi privredu vratili u stanje ravnoteže. Međutim, treba napomenuti da postoji i druga opcija, a to je da se ne preduzima nikakva akcija, već da se sačeka, jer će protokom vremena, unutrašnja ravnoteža biti sama uspostavljena. Međutim, troškovi takvog pasivnog prilagođavanja mogu

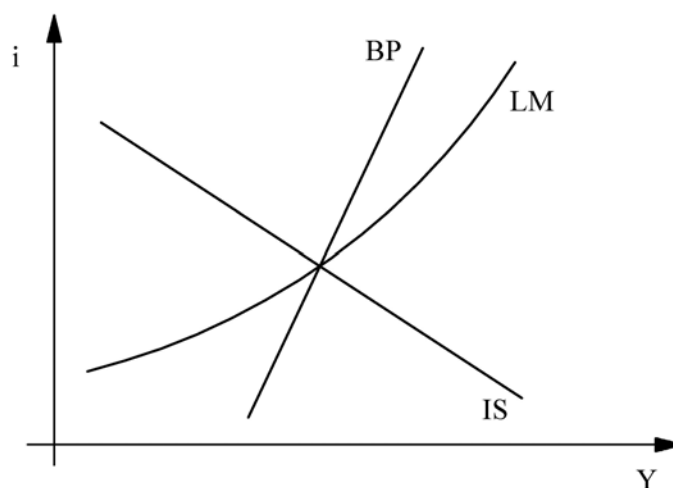
biti previsoki. Kreatori ekonomske politike retko biraju da ne preduzimaju ništa i čekaju da tržišni mehanizam odgovori na neravnotežu.

Mundell-Flemingov model je jedan od mogućih načina da se sintetički prikažu efekti udara krize na Srbiju, ali i efekti ekonomske politike države. Takođe, dobija se i opis startne pozicije neophodne za razmatranje budućih mera monetarne i fiskalne politike. Treba napomenuti da se radi o približnom ili stilizovanom opisu koji će dati osnovne pravce kretanja (Petrović, 2009).

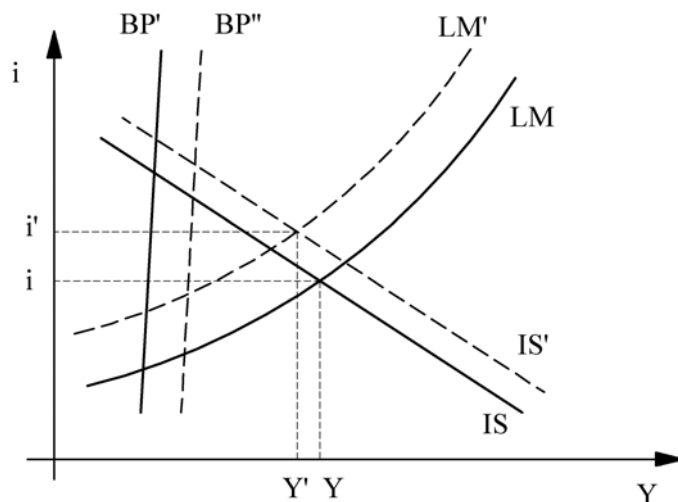
Srbija je pre udara krize tokom nekoliko godina imala uravnotežen platni bilans koji je bio rezultat visokog deficita tekućeg računa (robe, usluge) i kompenzirajućeg isto tako visokog suficita računa kapitalnih i finansijskih transakcija. Ova pozicija Srbije, odnosno uravnotežen platni bilans prikazan je na slici broj 1, gde platno bilansna kriva (BP) prolazi kroz presek druge dve krive (IS i LM). Treba napomenuti da potreba Srbije za kompenzatornim investicijama, kako bi se finansirao visok deficit tekućeg računa prema inostranstvu, predstavlja višegodišnji problem i u budućem periodu može značajno otežati uspostavljanje eksterne ravnoteže.

Svakako da bi bilo od interesa ispitati nagibe IS i LM krive u polju zatvorene ekonomije, jer bi se time utvrdila elastičnost uticaja instrumenata ekonomske politike (u prvom redu kamatnih stopa prema IS-LM modelu) na uspostavljanje interne ekonomske ravnoteže i ravnotežni nivo privredne aktivnosti. Svakako da ostaje veliki izazov za ekonomsku politiku simultano uspostavljanje interne i eksterne ravnoteže u polju otvorene makroekonomije, što se može pratiti preko Mundell-Flemingovog modela.

Slika 1. Srbija po Mundell-Flemingovom modelu pre udara svetske krize



Slika 2. Efekti monetarne i fiskalne politike na kraju 2012. godine u Srbiji



Monetarno zatezanje, tačnije smanjenje ponude novca dovodi do pomeranja LM krive na levo (LM- LM'), što za posledicu ima smanjenje agregatne tražnje, a preko nje i smanjenje privredne aktivnosti, ali i smanjenje uvoza kao i poboljšanja spoljnotrgovinskog deficita. Nasuprot tome, ekspanzivna fiskalna politika pomera IS krivu na desno i dovodi do povećanja agregatne tražnje, stimulisanja privredne aktivnosti i povećanja uvoza. S druge strane, efekat istiskivanja (engl. *crowding-out effect*) umanjuje pomeranje krive IS u desno, jer povećanjem kamatnih stopa padaju investicije privatnog sektora. Konačno, depresijacija valute ima ekspanzivni efekat na privrednu aktivnost okrećući tražnju od stranih ka domaćim proizvodima, odnosno pomerajući IS krivu u desno. Ukupni ekspanzivni efekat fiskalne politike i depresijacije obuhvaćen je pomeranjem sa IS na IS'. Depresijacija valute istovremeno utiče i na poboljšanje trgovinskog deficita, a preko njega i platnog bilansa, što na grafikonu prikazuje pomeranje sa BP' na BP''.

Isprekidane linije prikazuju poziciju u kojoj se privreda Srbije nalazi nakon udara ekonomske krize i odgovora ekonomske politike krajem 2012. godine. Novi presek IS' i LM' krivih nalazi se levo od prethodnog, pokazujući da je došlo do pada proizvodnje ili da su efekti monetarne kontrakcije nadmašili efekte ekspanzivne fiskalne politike i depresijacije dinara. Takođe, novi presek IS' i LM' približio se BP' krivoj, što govori o tome da je deficit tekućeg računa prema inostranstvu smanjen. Do ovog smanjenja došlo je usled smanjene tražnje i posledičnog smanjenja uvoza. Konačno, novi presek podrazumeva viši nivo kamatnih stopa.

Dodatno smanjenje platnog deficita i pomeranje BP' u desno može se očekivati zbog depresijacije dinara, pod uslovima iz Marshal Lernerove teoreme, ali tek nakon određenog perioda (Rose, 1991).

6. Zaključak

Reakcije ekonomskih vlasti na ekonomsku krizu bile su određene mere monetarne i fiskalne politike. U radu je bio cilj analizirati preduzete mere kroz prizmu Mundell-Flemingovog modela, kako bi se s jedne strane ocenila njihova efikasnost, a s druge odredila početna pozicija za buduće mere ekonomske politike. Analiza je pokazala da su određene mere bile efikasne, ali da su određene bile neprilagođene trenutku u kome se privreda Srbije nalazila. Ono što je izvesno je da je fiskalna konsolidacija neminovna, kako bi se smanjio fiskalni deficit i javni dug, za čiji se nivo može reći da je kritičan i da zemlji pretila dužnička kriza.

Literatura

- Arestis, P. (2011) "Fiscal policy is still an effective instrument of macroeconomic policy", *Panoeconomicus*, 58(2): 143-156.
- Fleming, M. (1962) Domestic Financial Policies Under Fixed and Under Floating Exchange Rates, *IMF Staff Papers*, IMF, vol. 9, pp. 369-79.
- Fleming, M., Mundell, R. (1964) Official Interventions on the Forward Exchange Market: A Simplified Analysis, *IMF Staff Papers*, IMF, Vol.11, pp 1-19.
- Jevđović, G. (2013) „Suština i aktuelnost Mandel-Flemingovog modela“, *Bankarstvo*, 42 (2): 90-121.
- Luković, S., Grbić, M. (2014) „Testiranje povezanosti državnih prihoda i državnih rashoda u Srbiji“, *Ekonomске teme*, 52(2):135-145.
- Mishkin, F. (2006) *Monetary economics, banking and financial markets, Serbian Edition*. Belgrade: Data Status.
- Mundell, R. (1960) "The Monetary Dynamics of International Adjustment under Fixed and Flexible Exchange Rates", *Quarterly Journal of Economics*, 74 (2): 227-257.
- National Bank of Serbia, www.nbs.co.rs
- Petrović, P. (2009) "Efekat svetske finansijske krize na Srbiju i odgovor ekonomske politike", *Ekonomika preduzeća*, 57 (1/2): 43-50.
- The foundation for the Advancement of Economica (FREN) (2012) Quarterly monitor of economic trends and policies in Serbia, numbers 28-31, Belgrade, www.fren.org.rs
- Rose, A. K. (1991) "The role of exchange rates in a popular model of international trade: Does the 'Marshall-Lerner' condition hold?" *Journal of International Economics* 30 (3-4): 301-316.

AN ANALYSIS OF THE EFFECTS OF THE ECONOMIC POLICY IN SERBIA BY THE MUNDELL-FLEMING MODEL

Abstract: The global economic crisis has affected the whole world, including Serbia. Countries with different degrees of development reacted with different measures of economic policy, both monetary as well as fiscal. Economic authorities in Serbia have encountered certain limiting factors in the selection of measures, first of all taking into account the unfinished transition process. This paper will examine whether the applied monetary and fiscal policy in Serbia is adequate according to the position which Serbia occupies by the Mundell-Fleming model, as well as to identify the starting position for future economic policy measures.

Keywords: Monetary policy, fiscal policy, Mundell-Fleming model