ISBN: 978-99955-45-42-0
УДК: 330.101:336.748

Датум пријема рада: 04.07.2023.
Датум прихватања рада: 22.08.2023.
Оригинални научни рад

ПОЛИТИЧКА ЕКОНОМИЈА ОБАРАЊА ИНФЛАЦИЈЕ: СЛУЧАЈ ЕМУ

POLITICAL ECONOMY OF DISINFLATION: THE CASE OF EMU

Марко Маловић
Универзитет у Источном Сарајеву, Факултет пословне економије Бијељина, РС, БиХ
profmarkomalovic@gmail.com
ORCID: 0000-0003-1762-316X

Весна Петровић
Универзитет у Источном Сарајеву, Факултет пословне економије Бијељина, РС, БиХ
vesna.petrovic@fpe.ues.rs.ba
ORCID: 0000-0002-5061-4807

Апстракт: *Након периода накриво насађене фискалне репресије наметнуте земљама периферије са платно-билансним дефицитима у периоду кризе у Еврозони (2010.-2012.), ЕМУ се одликује забрињавајуће дугим и једноличним периодом фискалне и монетарне експанзије, тј. одлази у другу крајност као одговор на различите егзогене и ендогене шокове који су је у међувремену погађали. У овом раду заговарамо хипотезу да је инфлација, када се најзад и наизглед право ниоткуда појавила, закономерна и неизбежна последица неодговорне фискалне политике и неодрживо високих јавних (и приватних) дугова унутар ЕМУ, као и да је недавно предузета реформа монетарне политике у најмању руку недовољна а у понечему и погрешна реакција креатора економске политике. Уосталом, немонетарни контекст чини да су под палицом једне исте ЕЦБ и у 2022. различите чланице исказале веома различите стопе и структуре инфлације, чиме се борба са стагфлацијом још више компликује. У складу са одскора реафирмисаном фискалном теоријом нивоа цена, немогуће је победити инфлацију ако рестриктивност централне банке још ревносније не предводи фискална политика, док се у случају озбиљније распојасаних инфлационих очекивања мора посегнути и за замрзавањем цена и плата, што је само додатна индикација да стабилизациона лопта није нужно у монетарном дворишту.*

Кључне ријечи: *(Дез)инфлација, ЕМУ, монетарна политика, фискална теорија нивоа цена, дугови*

JEL класификација: *E52, E62, E63, F45*

Abstract: *After a period of ill-advised fiscal austerity imposed on her peripheral countries with balance of payments deficits during the Eurozone crisis (2010-2012), the EMU is characterized by a worryingly long and uniform period of fiscal and monetary expansion, i.e. it has gone to the other extreme in response to various exogenous and endogenous shocks that have hit it in the meanwhile. In this paper, we advocate the hypothesis that inflation, when it finally appeared (and seemingly out of the blue), appears a legitimate and inevitable consequence of irresponsible fiscal policy and unsustainably high public (and private) debts within the EMU, as well as that the recently undertaken reform of monetary policy ends up being at least insufficient and in some cases flat-out wrong reaction of economic policy makers. After all, the non-monetary context is to be held responsible for the fact that under the guidance of the same ECB, different members exposed very different inflation rates and reflation drivers, thereby making the fight against stagflation even more complicated. In accordance with the recently reaffirmed fiscal theory of the price level, it is impossible to defeat inflation if the restrictiveness of the central bank is not preceded by the fiscal policy even more zealously, while in the case of more seriously loosened inflationary expectations, one must also resort to freezing of prices and wages, which is but an additional indication that the stabilization ball isn't necessarily in the monetary yard.*

Key Words: *(Dis)Inflation, EMU, Monetary Policy, Fiscal Theory of Price Level, Debts*

JEL classification: *E52, E62, E63, F45*

"Буџет казује вашем сутрашњем новцу куда да иде уместо што се вајкате на шта је јучашњи потрошен"

-D. Ramsey-

"План је у реду, само му околности не иду на руку"

-Б. Пекић-

1. УВОДНЕ НАПОМЕНЕ

Након периода фискалне репресије механички и донекле неправедно наметнуте земљама периферије ЕМУ са платно-билансним дефицитима у периоду кризе у Еврозони (2010.-2012.), ЕМУ се одликује забрињавајуће дугим и једноличним периодом фискалне и монетарне експанзије, тј. одлази у другу крајност као одговор на различите егзогене и ендогене шокове који су је у међувремену погађали. Ово је кроз последње две кризе (пандемију и руско-украјински сукоб) резултовало високом и робусном стопом инфлације упркос паду цена хране и енергената, што су колебљиве компоненте које већ наредне зиме изнова могу доприносити повећању општег нивоа цена. Чињеница да су у мају ове године

напокон ефектуирани притисци на повећање плата од 4,7% у Еврозони [The Economist, 2023], јамачно неће помоћи монетарној стабилности. Мотивација за истраживање пред вама извире из по нашем мишљењу рђаве официјелне перцепције предоминантних узрочника инфлације и отуд погрешно понуђеног решења Tinbergen-овог проблема алокације инструмената макроекономске политике. Остатак рада подељен је у следеће целине: у другом делу, сублимирамо инструменте и новоусвојену стратегију монетарне политике ЕЦБ; трећи део посвећен је ретроспекцији динамике, општепомињаних узрочника и измерених компоненти инфлације широм Еврозоне; четврти део фокусира стварне и заправо хроничне узрочнике инфлације у ЕМУ, док у последњем, петом делу, изводимо закључке.

2. ИНСТРУМЕНТИ И СТРАТЕГИЈА МОНЕТАРНЕ ПОЛИТИКЕ ЕЦБ

Пре међународне финансијске кризе из 2008.-2013., монетарна политика ЕЦБ опредељена за флексибилно циљање инфлације, претежно се ослањала на управљање кључним (реперним) каматним стопама. То су недељна стопа рефинансирања, по којој пословне банке уз одговарајућу залогу позајмљују од ЕЦБ, пасивна депозитна стопа по којој се укамаћују преконоћни полози што их пословне банке депонују код ЕЦБ и гранична интересна стопа на преконоћне позајмице (дакако виша од стопе рефинансирања). Али и тада, у складу са међународним трендом преласка на монетарну стратегију циљања инфлације, испуштена је традиционална, директна контрола централне банке над понудом новца и уместо тога уобичајена контрола каматног коридора, између пасивне и активне стопе у последњој инстанци, којим се посредно регулише монетарна маса.

Након глобалне финансијске кризе, делимично и услед ликвидносне замке у коју су многе монетарне власти чланица OECD -па и ЕЦБ- упале, расположиви инструментаријум је проширен према атипичним институтима попут *а)* вербалне интервенције (називане још «триком џедајског ума»), *б)* неограничених износа дугорочних зајмова пословним банкама ако ове налик проточном бојлеру прослеђују средства привреди и становништу - (T)LTRO, *в)* директне куповине благајничких и комерцијалних записа од стране ЕЦБ на примарном тржишту капитала итд. Ови су необични инструменти истина дали нешто времена и маневарског простора ЕЦБ у борби са дефлацијом, али су озбиљним монетарним прецедентима припремили терен за стагфлационе невоље које су уследиле.

У одговор на критике академске и стручне јавности, структурне промене привреде ЕМУ, те нове проблеме на хоризонту, ЕЦБ већ половином 2021. ревидира дотадашњу стратегију уз релативно помпезне најаве нове, али суштински једино измешта досадашњу двопроцентну инфлациону мету из кратког у средњи рок, у пуном износу укључује трошкове становања власника некретнина у HICP индекс (у неколико транзиционих фаза) и (пре)наглашава утицај климатских промена на ценовну стабилност.

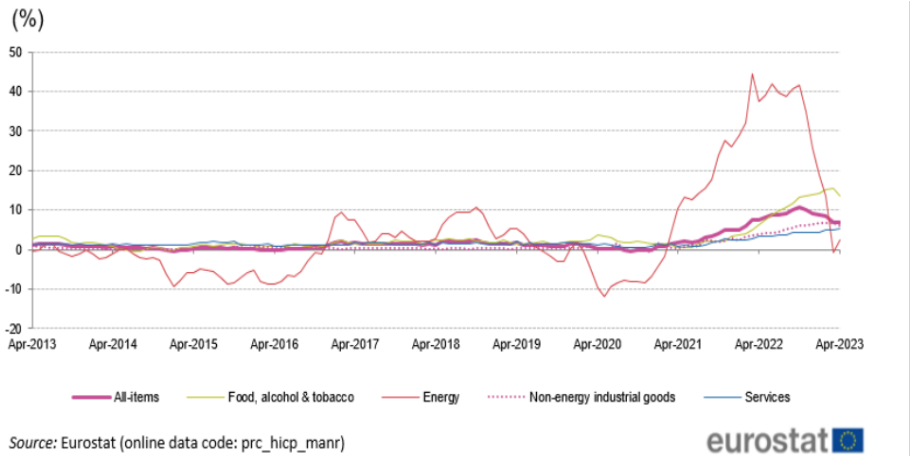
3. ДИНАМИКА, УЗРОЧНИЦИ И КОМПОНЕНТЕ ИНФЛАЦИЈЕ У ЕВРОЗОНИ

Од другог тромесечја 2021. и нарочито током 2022. инфлација у ЕМУ креће отворено узлазном путањом па већ у априлу 2022. износи 7,4%, да би у новембру досегла чак 10,1%, након чега почиње њен спори и по нашем мишљењу неубедљиви пад [Eurostat, 2023].

Априлска инфлација ове 2023. године у Еврозони ће свакако бити виша од мартовске а сва је прилика једва нешто нижа него измерена годишња инфлација прошлог априла.

Дакле, практично деценијама нисмо били сведоци оволикој инфлацији у Е(М)У, а са преко 6% *р.а.* у односу на двопроцентну мету јасно је да ценовна стабилност ни издалека није повраћена.

График 1. *Динамика и компоненте инфлације у ЕМУ*



Извор: *Eurostat (2023)*

Као по инерцији проглашени дежурни кривци до данас се помињу пандемија, рат у Украјини, покидани ланци снабдевања, кумулативно узвитлана агрегатна тражња након карантина, скок надница, па и ефекат сустизања које по платежној моћи последњих година остварују тржишта у настајању.

Но, да ли су првооптужени заиста једини и -још важније- главни кривци за фактичку стагфлацију са којом се Еврозона суочава?

Наиме, Е(М)У носи глобално највећи економски терет спровођења санкција заведених Руској Федерацији, што оснажује и стагнацију и инфлацију на најстаријем континенту.

Русија је један од кључних произвођача низа примарних производа есенцијалних за међународну конкурентност у пољопривреди, грађевинарству и васколикој економији када у обзир узмемо и енергенте [5], па се блокада трговине овим производима од стране ЕУ може сматрати добровољним самоповређивањем, а произашли макроекономски проблеми последицама геостратешког огледања Е(М)У са Руском Федерацијом.

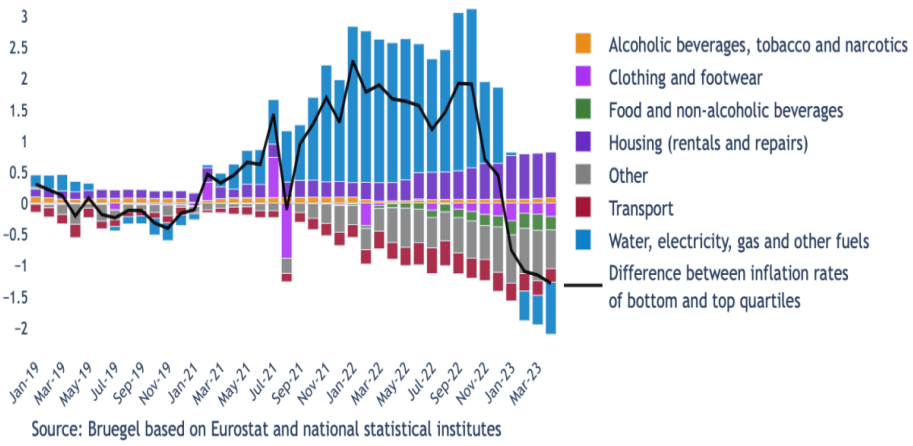
Надаље, кроз карантин нагомилана агрегатна тражња била је једнократна и релативно ужег обухвата (угоститељство, путовања, конвенционални шопинг), озбиљнијег скока надница до другог тромесечја 2023. скоро да није ни било, а ефекат сустизања не одликује се изразито хетероскедастичном варијансом да би у кратком року значајније угрозио ценовну стабилност.

Занимљиво је и то да је поскупљење хране, које се у већој мери може везати за последице руско-украјинског сукоба и зелену транзицију (а мање за последице пандемије), исказало веома различиту реализацију не само у погледу висине већ нарочито и у структури инфлације појединих чланица Е(М)У.

Прилично су дисонантни по земљама гледано и доприноси некретнина и енергената утврђеним стопама и структури инфлације, иако је иницијална каписла (узрочници на које се пословично сваљује кривица) заједничка. Илустрације ради, прилажемо Графикон 2:

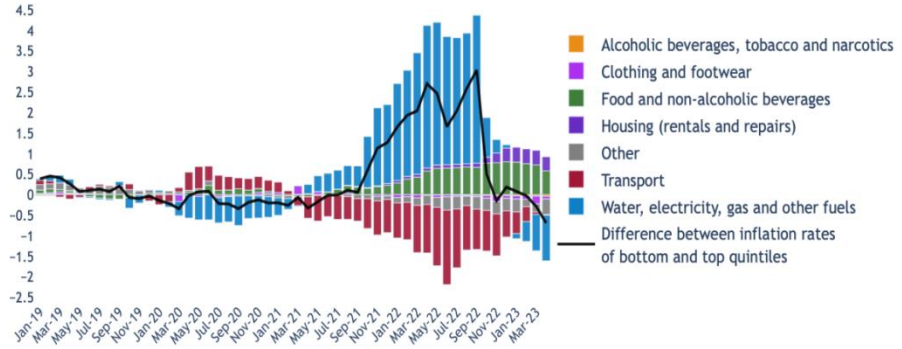
Графикон 2. *Структура инфлације одабраних чланица Еврозоне у периоду јануар 2019.- март 2023.*

Белгија



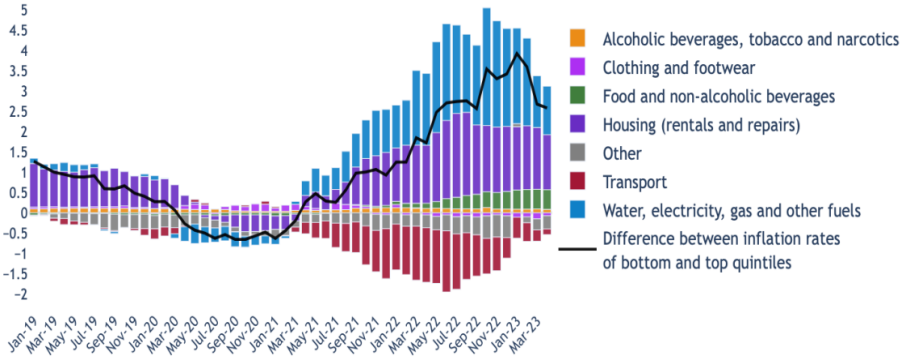
[5] Примера ради, Финска, Литванија и Словачка увозиле су пре санкција 80 % енергената из Русије, а Немачка и Холандија 30-ак %.

Грчка



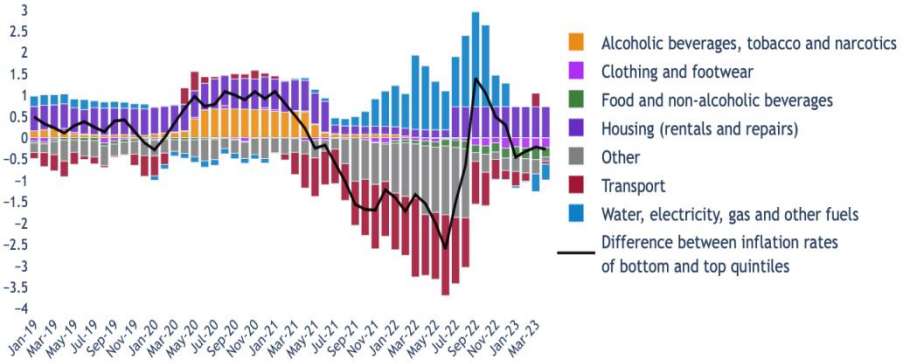
Source: Bruegel based on Eurostat and national statistical institutes

Ирска



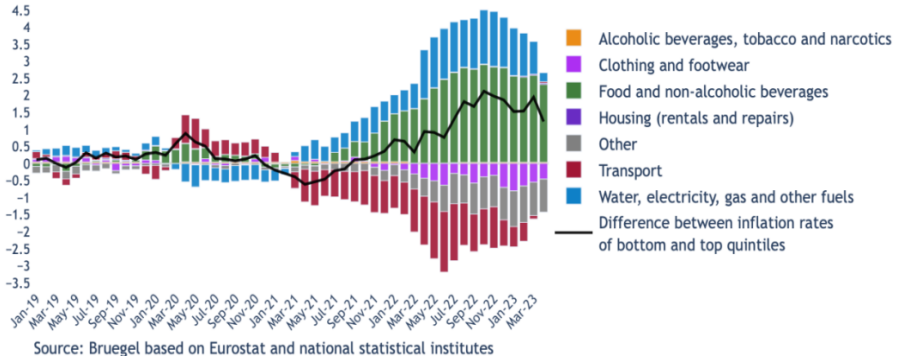
Source: Bruegel based on Eurostat and national statistical institutes

Холандија



Source: Bruegel based on Eurostat and national statistical institutes

Хрватска



Извор: *Eurostat према Claeys et alia (2023)*

Очито да различити извори снабдевања, различита рочност набавних уговора, недовољна конкуренција у сфери снабдевања и трговине храном, одећом и сл. утичу на различиту динамику инфлаторних исхода унутар Еврозоне, што нас *ео ipso* наводи на закључак да *а)* трансмисиона ”појачала” вуку већи пондер од означених заједничких узрочника инфлације те да *б)* кључне детерминанте пораста цена у скоријој прошлости често нису биле под превасходном (или икаквом) контролом Европског система централних банака (ЕСЦБ). Штавише, као већ хронично отежавајућа околност, необично је да се на инфлације веома различите структуре и пратеће стагнације различитог степена (од техничке до скоро уџбеничке рецесије) примењује безмало хорска one-size-fits-all монетарна рестрикција.

4. СТВАРНИ (И ХРОНИЧНИ) УЗРОЧНИЦИ ИНФЛАЦИЈЕ У ЕВРОЗОНИ

За разлику од набеђених дежурних криваца за европску и светску инфлацију, стварни и хронични узрочници инфлације у Еврозони присутни су одавно и нису јој се прикрали са истока. Наиме, конструкционе грешке при увођењу евра и погрешна или изостала економска политика [Malovic, 2015], скупа са изнудицама које је истурила међународна финансијска криза из 2007.-2012. [Маловић, 2014], наметнули су и у недостатку бољих идеја уобичајили бесомучну монетарну експанзију у виду квантитативног попуштања, LTRO инјекција и сл. [Seidl, 2023]. И политичке елите и крупан капитал у ЕМУ свикли су се на обилате монетарне инјекције теледириговане са највиших инстанци, као на економску анестезију и својеврстан аналгетик. Друга деценија 2000-тих донела је двоцифрен раст M_2 агрегата у неколико великих чланица Е(М)У. Штавише, руководства Језгра ЕМУ већ 15-ак година опиру се било ком одрживом решењу за отеглу кризу дугова и међународне конкурентности Еврозоне, укључив било коју верзију псеудофискалног федерализма или пак манипулације будућим порезом подупртих суверених дужничких хартија у маниру фискалне теорије новца [Malovic, 2019]. Имајући све то у виду,

оснивање Фонда за подршку и обнову током короне крајем 2020., само је трешња на хронично растућој дебитној посластици, иако је реч о првом изласку Е(М)У на међународно финансијско тржиште ради задужења од чак 750 млрд. евра, од чега је око половине раздељено бесповратно а остатак одобрен чланицама у виду зајмова с роком доспећа до 38 година [Seidl, 2023]. Штавише, Lang и Schander (2021) закључују да је, *caeteris paribus*, постпандемијски опоравак монетарне уније у привредном и фискалном погледу (уз одржање прекограничне мобилности капитала) могућ једино уз никакву или занемарљиву редукцију монетарне експанзије од стране ЕСЦБ.

Једном речју, прави кривац за повратак инфлације у Еврозони, по нашем мишљењу заправо је неодговорна фискална политика и дугогодишњи драматичан раст јавних и приватних дугова. Наиме, годинама су десничарске владе кресале порезе без напоредног кресања потрошње, док су левичарске владе све издашније трошиле на социјалне програме не обезбеђујући за њих одговарајући фискални приход [Roubini, 2022]. Такође, квантитативно слакшавање и доскорашња систематска дерегулација кредитних услова већ су деценијама у функцији вештачког одржања зајмовне способности и отплатног потенцијала суверена и великих утицајних корпорација до нивоа фактичке зависности од ниских (реалних) каматних стопа. Дебљина биланса стања ЕЦБ досегла је безмало 9 билиона евра у 2022., будући да само обим купљених обвезница од стране ЕЦБ запрема око 56% БДП Еврозоне [Issing, 2023]. Учешће приватног и јавног дуга у друштвеном производу Еврозоне премашује 170%, а у многим чланицама (попут Италије или Грчке) је и знатно више. Тек у четвртом кварталу 2022. видимо за Еврозону осетнију годишњу промену курса јавних финансија ка фискалној рестрикцији и кроз величину дефицита и кроз величину јавног дуга у односу на БДП (за 1,7 процентних поена, односно за 4 процентна поена мање, респективно) [Eurostat, 2023*]. Колико је ово одлучан и одржив курс видећемо када наместо донираног оружја, муниције и других потрепштина поклоњених или дугорочно кредитираних Украјини, пристигну захтеви за обнављање дотичних залиха диљем Е(М)У. Ово поготову имајући у виду да је Еврозона недавно и званично ушла у рецесију. Претходна епизода глобално присутне стагфлације беше 1970-их, али тада је степен иницијалне задужености евроспких земаља био знатно нижи. Актуелна висока задуженост не вуче корене само од конструкционих грешака при лансирању евра, међународне финансијске кризе, пандемије и руско-украјинског сукоба, већ добрим делом и из глобално наметнуте зелене транзиције, која је не само инфлаторна *sui generis*, неостварива и у садашњој форми неодржива, него је и фискално неправедна, пошто је засад безмало у целини превољена на пореске обвезнике. Најзад, можда крунски доказ да је у Еврозони и даље на снази непруденцијална фискална доминација, огледа се у чињеници да се са фискалним стезањем суштински оклева: договорено растерећење биланса стања ЕЦБ по стопи од 25 млрд. евра месечно од јула 2023. узело би 15 година за потпуну ликвидацију програма директне куповине финансијске активе, да и не помињемо да ЕЦБ

наставља с реинвестирањем средстава из доспелих хартија купљених под паском Програма хитне куповине хартија током пандемије [Issing, 2023].

Сходно томе, есенцијални разлог за распиривање инфлације по свој прилици је преломни моменат у коме критична маса поверилаца а можда и сам суверен[6] посумњају у изгледност генерисања будућих фискалних суфицита довољних да сведени на садашњу вредност елиминишу квантум нагомиланих дугова. Најједноставнија вишепериодна верзија фискалне теорије нивоа цена и полази од тога да је тражња за новцем детерминисана искључиво обавезом регулисања пореског намета који се периодично има платити званично проглашеним фидуцијарним новцем [Cochrane, 2023]:

$$D^J_{t-1}/P_t = E_t \sum_{j=0}^{\infty} \beta^j b_{t+j} \qquad (1)$$

Напросто, општи ниво цена у непосредно наступајућем периоду прилагођава се тако да реална вредност државног дуга одговара нето садашњој вредности очекиваних примарних суфицита, чиме се реалистичним и кредибилним одржава интертемпорално буџетско ограничење консолидованог државног сектора. Буџетско ограничење владе гласи:

$$M^S_{t-1} + D^J_{t-1} = P_t b_t + M^S_t + p^o D^J_t \qquad (2)$$

На другој страни, репрезентативно домаћинство максимизује нето садашњу вредност кумулатива дохотка расположивог за потрошњу, а наиме

$$max\ E_t \sum_{t=0}^{\infty} \beta^t u(y_t^D) \qquad (3)$$

подложно сопственом буџетском ограничењу (домаћинства) и услову трансверзалности, респективно:

$$M^S_{t-1} + D^J_{t-1} + P_t y_t = P_t c_t + P_t b_t + M^S_t + p^o D^J_t \; ; \; \forall M^S_t, D^J_t \geq 0 \qquad (4)$$

$$\lim_{T \to \infty} E_t(\beta^T D^J_{T-1} P_t^{-1}) = 0 \qquad (5)$$

Дакле, у случају да је реална садашња вредност нагомиланих дугова већа од процењеног фискалног потенцијала у будућности, вишак текуће присутног новца у оптицају може отићи или у куповину неризичних домаћих хартија (за шта је у случају губитка фискалног кредибилитета мала вероватноћа) или у прибављање реалне имовине/сигурне финансијске активе (нпр. страна валута) што изазива и детерминише пораст општег нивоа цена [*Ibidem*]. На тај начин је, осим фискалног порекла неантиципиране инфлације, такође могуће објаснити зашто ни вишегодишње кресање номиналних каматних стопа у ЕМУ нити (политички, ерго фискално издејствована) монетарна експанзија задуго нису произвели жељену инфлацију. Отуд следи и неизбежно питање шта нам гарантује да ће подизање реперних каматних стопа овога пута произвести

[6] Тада суверен у начелу може свесно издејствовати инфлацију како би редуковао реалну вредност својих обавеза и слакшао себи отплату.

жељену дефлацију? У ситуацији када доминантан узрочник инфлације није инфлација тражње, подизање интересних стопа није оптимална нити нешкодљива реакција монетарних власти, већ изнуђени рефлекс који на иоле дужи рок чини више штете него користи.[7] Не само да фишеријански ефекат подизања номиналних каматних стопа изазива средњерочно повећање инфлације [Cochrane, 2023],[8] већ штавише подаци за 17 развијених земаља током претходних 150 година показују да оштро дизање каматних стопа озбиљно повећава вероватноћу избијања финансијске кризе, нарочито ако су каматне стопе претходно у дугом периоду кресане [Korinek-Stiglitz, 2022].[9] Тако, тренутна вредност референтне каматне стопе ЕЦБ износи 3,5% (што је највиша вредност у последње 22 године) а висина годишњег еврибора износи око 3.9%, док примерице Agarwal и Kimball (2022) подсећају да примена Taylor-овог правила сугерише како би у наредном периоду неке земље морале подићи реперне стопе и на 7% како би у корену сасекле актуелну инфлацију, што по нашем суду макар у ЕМУ није политички проводиво. Ово наравно не значи да у данас преовлађујућем режиму фискалне доминације нема посла за централну банку спорад дезинфлационих амбиција, напротив она бира и потом циља каматну стопу чиме посредно детерминише очекивану инфлацију, док фискални шокови детерминишу њену неочекивану компоненту [Cochrane, 2023].

Међутим, у ситуацији када централна банка (не само у ЕМУ него начелно) више нема директнију контролу над монетарном масом, дочим рестрикцију спроводи путем подизања референтне каматне стопе, монетарно стезање има се декомпоновати на суштински два изазвана ефекта: *1)* рецесију кроз ефекат скупљег новца&кредита на привредну активност и *2)* фискално попуштање у које се посредством отежалог јавног (и гарантованог приватног) дуга преводи монетарна контракција. Први ефекат краткорочно може сузбити инфлацију, али је други на средњи рок практично без изузетка погоршава.

ЗАКЉУЧАК

У овом раду заговарамо хипотезу да је инфлација, када се најзад и наизглед право ниоткуда појавила, закономерна и неизбежна последица неодговорне фискалне политике и неодрживо високих јавних (и приватних) дугова унутар

[7] За мање од годину дана ЕЦБ је подигла каматну стопу за више од 375 базних поена, при чему је краткорочно снижена инфлациона стопа ипак тврдоглаво остала укопана изнад 6% (а језгровита инфлација на 5,3%), уз најновији тренд убрзаног раста плата. Нажалост, чини се да ово није ни задовољавајући нити средњерочно одржив резултат.

[8] Да би подизање номиналне каматне стопе дугорочно сузбило инфлацију, потребно је да изазове натпросечни раст реалне каматне стопе, што у ситуацији када су реалне стопе не само ниже од инфлације већ и од очекиваних стопа реалног раста у наредном периоду није сасвим извесно. Стога Blanchard (2022) сматра да ћемо, када и с овом кризом једном изаћемо на крај, и даље живети у свету дугорочно ниских реалних интересних стопа.

[9] На исту латентну опасност још нервозније указује Obstfeld (2022) када је реч о земљама у развоју.

ЕМУ, као и да је недавно предузета реформа монетарне политике у најмању руку недовољна а у понечему и погрешна реакција креатора економске политике. Уосталом, немонетарни контекст чини да су под палицом једне исте ЕЦБ и у 2022. различите чланице исказале веома различите стопе и структуре инфлације, чиме се борба са стагфлацијом још више компликује. У складу са реафирмисаном фискалном теоријом нивоа цена, немогуће је победити инфлацију ако рестриктивност централне банке још ревносније не предводи фискална политика, која је тек однедавно јасније рестриктивна, али у чији одлучан рестриктивни курс имамо разлога сумњати. Одлучно дизање реперне каматне стопе притом представља најблаже речено мач са две оштрице – на кратак рок у виду привредне контракције, раста банкротстава и учешћа контаминиране активе, а на дуги рок и у виду инфлационе ремисије. Знајући то, ЕЦБ и друге водеће централне банке ипак понешто одуговлаче и растезањем ублажавају интензитет монетарне рестрикције (у односу на ране 1980-е примера ради), што на другој страни може расидрити инфлациона очекивања тржишних трансактора и присилити креаторе макроекономске политике и на замрзавање плата и цена. Ово би разуме се била додатна индикација да у режиму фискалне доминације стабилизациона лопта није нужно у монетарном дворишту.

Дакако, проблематика овог рада отвореним оставља и неколика питања те нерешене теме као залог за будуће истраживање. На пример, да ли је по светску привреду и финансије добро и дугорочно одрживо живети у свету ниских реалних камата? Да ли је и дугорочно снижавање реалних каматних стопа омогућило неконтролисани раст спекулативног мехура на тржишту некретнина? Колико је инфлација (и) у ЕМУ понукана френетичном потрошњом уштеђене готовине на некретнине иако недостатак сигурне финансијске активе није толико изражен као у време глобалне финансијске кризе (страх од смака света или страх од дигитализације националне монете)? Да ли је ова инфлација и посејана као припрема и изговор за увођење виртуелних монета? Да ли је инфлација -свесно створена наметањем зелене транзиције, а потом вештачком несташицом хране и енергената- проузроковала смањену финансијску видљивост у којој се и многе друге фирме лакше одлучују на неизнуђено или прекомерно поскупљење јер сматрају како у општој гужви то неће много ко приметити?

У нади да ће читаоци увидети важност приказане проблематике и придружити се трагању за новим научним одговорима, остајемо посвећени даљем истраживању макроекономске стабилизације у режиму фискалне доминације.

ЛИТЕРАТУРА

[1] Agarwal, R.-Kimball, M.(2022), «The Future of Inflation Part I: Will Inflation remain High?», Finance&Development Ocassional Paper, IMF, Washington DC, April 7th.
[2] ECB (2023), «An Overview of the ECB's Monetary Policy Strategy», European Central Bank, Frankurt, *mimeo.*

[3] The Economist (2023), «The ECB gears up for a Summer Slowdown», Espresso, Jun 15th, *mimeo*.
[4] Eurostat (2023), «Inflation Statistics», https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Inflation_in_the_euro_area, приступљено 27. маја.
[5] Eurostat (2023*), «Provision of deficit and debt data for 2022 – first notification», Euroindicators 47, 21. април, *mimeo*.
[6] Claeys, G. - Guetta-Jeanrenaud, L.- McCaffrey, C.- Welslau, L. (2023), 'Inflation Inequality in the European Union and its Drivers', Bruegel Datasets, *mimeo*.
[7] Cochrane, J. (2023), «The Fiscal Theory of Price Level», Princeton University Press, NJ, *passim.*
[8] Issing. O. (2023), «Can the ECB escape ist own Trap?», Project Syndicate, 7. јун, *mimeo.*
[9] Korinek, A. -Stiglitz, J. (2022), «Macroeconomic Stabilisation for a Post-Pandemic World: Revising the Fiscal-Monetary Policy Mix and Correcting Macroeconomic Externalities», Hutchins Center Working Paper #78, Brookings Institution, August.
[10] Lang, S.-Schadner, W. (2021), «The Trilemma of Expansionary Monetary Policy in the Euro Area during the COVID-19 Crisis», Finance Research Letters, No. 42, ISSN: 1544-6123, *mimeo.*
[11] Маловић, М. (2014), "Теорија новца и монетарна политика у малој отвореној привреди", Институт економских наука, Београд.
[12] Malovic, M. (2015), „The Eurozone Conundrum: Inability to discern Sunk Costs from Marginal Cost of Hesitation?", у X.Richet et alia (eds.), *New Economic Policy Reforms*, BBA&IES, Belgrade, *New Economic Policy Reforms*. Belgrade: Belgrade Banking Academy, pp. 169-181.
[13] Malovic, M. (2019), "The Eurozone Chronicles- Does Fiscal Money Theory support Monetary Union?", CCEDEP International Scientific Conference Proceedings, Alliance of Central-Eastern European Universities, Novi Sad, стр. 62-69**.**
[14] Obstfeld, M. (2022), «Emerging-market and Developing Economies need Support amid rising Interest Rates», Peterson Institute for International Economics, October 6th, *mimeo.*
[15] Roubini, N. (2022), "The Unavoidable Crash", Project Syndicate, децембар, *mimeo.*
[16] Seidl, C. (2023), «Inflation: Thruway of ECB's Monetary Policy», *Journal of Economic Analysis* No. 2(Vol. 1), pp. 1-15.

SUMMARY

The motivation for the research comes from, in our opinion, the bad official perception of the predominant causes of inflation and hence the wrongly offered solution to Tinbergen's problem of allocation of macroeconomic policy instruments. The paper is divided into the following units: in the second part, we sublimate the instruments and the newly adopted monetary policy strategy of the ECB; the third part is dedicated to the retrospection of the dynamics, commonly mentioned causes and measured components of inflation throughout the Eurozone; the fourth part focuses on the real and actually chronic causes of inflation in the EMU, while in the

last, fifth part, we draw conclusions. In this paper, we advocate the hypothesis that inflation, when it finally appeared (and seemingly out of the blue), appears a legitimate and inevitable consequence of irresponsible fiscal policy and unsustainably high public (and private) debts within the EMU, as well as that the recently undertaken reform of monetary policy ends up being at least insufficient and in some cases flat-out wrong reaction of economic policy makers. After all, the non-monetary context is to be held responsible for the fact that under the guidance of the same ECB, different members exposed very different inflation rates and reflation drivers, thereby making the fight against stagflation even more complicated. In accordance with the recently reaffirmed fiscal theory of the price level, it is impossible to defeat inflation if the restrictiveness of the central bank is not preceded by the fiscal policy even more zealously, while in the case of more seriously loosened inflationary expectations, one must also resort to freezing of prices and wages, which is but an additional indication that the stabilization ball isn't necessarily in the monetary yard. The issues analysed in this paper leave several open questions and unresolved topics as a basis for future research.



This work is licensed under the Creative Commons Attribution-NonCommercial-ShareAlike 4.0 International License