

**UNIVERZITET UNION
BEOGRADSKA BANKARSKA AKADEMIJA
FAKULTET ZA BANKARSTVO, OSIGURANJE I FINANSIJE**

Marija N. Marčetić

ANALIZA EKSTERNE NERAVNOTEŽE SRBIJE

DOKTORSKA DISERTACIJA

Beograd, 2017

PODACI O MENTORU I ČLANOVIMA KOMISIJE

Mentor:

Prof. dr Hasan Hanić, redovni profesor
Beogradska bankarska akademija
Fakultet za bankarstvo, osiguranje i finansije
Univerzitet Union, Beograd

Članovi komisije:

Dr Ismail Musabegović, vanredni profesor, predsednik
Beogradska bankarska akademija Fakultet za bankarstvo, osiguranje i finansije
Univerzitet Union, Beograd

Prof. dr Lidija Barjaktarović, vanredni profesor,
Poslovni fakultet u Beogradu,
Univerziteta Singidunum u Beogradu

Datum odbrane doktorske disertacije:

UNIVERZITET UNION U BEOGRADU
BEOGRADSKA BANKARSKA AKADEMIJA
FAKULTET ZA BANKARSTVO, OSIGURANJE I FINANSIJE

IZJAVA O AUTORSTVU

Izjavljujem da je doktorska disertacija pod naslovom “Analiza eksterne nervnoteže Srbije” rezultat mog samostalnog istraživačkog rada i da su korišćene bibliografske reference istinito i jasno navedene, kao i da su sumarno prezentovane u okviru Literature.

U Beogradu, _____ godine

Potpis autora

Marija Marčetić

ANALYSIS OF EKSTERNAL IMBALANCE OF SERBIA

ABSTRACT

The dissertation, "Analysis of the eksternal imbalance of Serbia" is determined the causes and analyzed the consequences of acting in the direction of the balance of payments imbalance position of Serbia in the period after the year 2000 when Serbia became a market, open economy. Based on theoretical and empirical analysis, we examined whether the external imbalance is (not) used for the realization, at least in part, for necessary structural reforms or a good portion of foreign accumulation went to the consumption. The conclusion on the effects of utilization of capital inflows was adopted only after careful analysis of important indicators, such as the level of external debt, its structure and relation to GDP, the size, dynamics and sources of financing the budget deficit, the rate of savings and investment, the size of foreign direct investment, the share of current deficit account in GDP, the budget deficit ratio to GDP, changes in foreign exchange reserves, real appreciation of the size of the currency against the trend of changes in exports, and so on. The first chapter sets the methodological basis for considering the interdependence between exchange rate and balance of payments. To the conclusion that the course direct blame for the external imbalance in this period or, in other words, would the optimal exchange rate depreciation led to a decrease of this balance leads to examination of Marshall-Lerner theorem and providing an answers for questions like, how high devaluation is considered necessary in order to eliminate the trade deficit of a given volume or achieve desired change in the size of the trade balance, which is the extent of the deficit that the devaluation of a certain size can eliminat? After defining the concept of balance of payments and finding a relationship with macroeconomic aggregates, are considered the causes of imbalance, species imbalance, as well as mechanisms of adaptation. The whole macroeconomic policy in Serbia after 2000-and is conducted on the basis of the Washington consensus, which means a sudden liberalization, targeted inflation, and so on. There is a widespread view that the rapid liberalization, is not well developed and designed, not taking in to account the economic structure and peculiarities of the country, and so on. Special attention is devoted to theoretical and empirical aspects of the fiscal deficit. Finally, the role of fiscal and monetary policy is often not leading to substantial correction and adjustment of balance of payments. This stabilization may be equivalent to funding. For a substantial elimination of the deficit, it is necessary reallocation of resources in the national economy, changes in the structure of production and the scale of comparative costs, changes in the structure of imports and exports. In the long run only meaningful long-term development policies can have positive effects on balance of payments.

Keywords: balance of payments, current account, trade balance deficit, exchange rate devaluation, depreciation, balance, sustainability.

Scientific area: Economics

Narrow scientific field: International Finance

ANALIZA EKSTERNE NERAVNOTEŽE SRBIJE

REZIME

U disertaciji „Analiza eksterne neravnoteže Srbije“ determinisani su uzroci i analizirane posledice koji su delovale u pravcu neravnoteže platnobilansnih pozicija Srbije u dva tranziciona perioda, pre i posle svetske ekonomske krize. Na osnovu teorijske i empirijske analize ispitano je da li je eksterna neravnoteža (ne)iskorišćena za realizaciju, bar delimično, neophodnih strukturnih reformi ili je dobar deo ino akumulacije otišao na finansiranje potrošnje. Zaključak o efektima iskorišćenosti priliva kapitala donet je tek nakon pažljive analize važnih indikatora, poput nivoa spoljnog duga, njegove strukture i odnosa sa BDP, veličine, dinamike i izvora finansiranja budžetskog deficita, stopa štednje i investicija, veličine stranih direktnih investicija, racia udeo tekućeg deficita računa u GDP, racia budžetskog deficita u GDP, promene u deviznim rezervama, veličine realne apresijacije valute u odnosu na trend promene izvoza, itd. U prvom poglavlju se uspostavlja metodološka osnova za razmatranje međuzavisnosti deviznog kursa i platnog bilansa. Do zaključka da li je apresirani kurs direktni krivac za eksternu neravnotežu u ovom periodu ili, drugim rečima, da li bi depresijacija deviznog kursa optimalno uticala na smanjenje takvog balansa dolazi se kroz ispit ispunjenosti Maršal-Lernerove teoreme tražeći odgovore na pitanja kao što su: koliko se visoka devalvacija smatra nužnom da bi se eliminisao trgovinski deficit datog obima, odnosno postigla željena veličina promena trgovinskog bilansa; koji je to obim deficita koji devalvacije određene veličine može eliminisati? Nakon definisanja koncepta platnog bilansa i pronalaženja relacije sa osnovnim makroekonomskim agregatima, razmatraju se uzroci neravnoteže, vrste neravnoteže, kao i mehanizmi prilagođavanja. Cela makroekonomska politika Srbije nakon 2000-te je vođena na temeljima vašingtonskog koncenzusa što znači naglu liberalizaciju, targetiranu inflaciju, itd. Preovladava mišljenje da je liberalizacija brza, nedovoljno dobro pripremljena i osmišljena, da ne vodi računa o privrednoj strukturi i specifičnostima zemlje, itd. Posebna pažnja je posvećena teorijskim i empirijskim aspektima fiskalnog deficita. Najzad, uloga fiskalne i monetarne politike često ne vodi suštinskom prilagođavanju već samo korekciji salda platnog bilansa. Ova stabilizacija može biti ekvivalentna finansiranju. Za suštinsku eliminaciju deficita potrebno je izvršiti realokaciju resursa u nacionalnoj privredi, promene u strukturi proizvodnje i lestvici komparativnih troškova, izmene u strukturi uvoza i izvoza. Na dugi rok samo smisljena politika dugoročnog razvoja može imati pozitivne efekte na platni bilans.

Ključne reči: platni bilans, tekući račun, trgovinski bilans, deficit, devizni kurs, devalvacija, depresijacija, ravnoteža, održivost.

Naučna oblast: Ekonomija

Uža naučna oblast: Međunarodne finansije

SADRŽAJ

UVOD.....	13
1 TEORIJSKI PRINCIPI PLATNOG BILANSA.....	18
1.1 POJAM PLATNOG BILANSA	18
1.2 METODOLOGIJA PLATNOG BILANSA	18
1.3 PLATNI BILANS I ONOVNI MAKROEKONOMSKI AGREGATI	22
1.4 PORTFOLIO PRISTUP TEKUĆEM BILANSU	23
1.5 FISKALNA POLITIKA I TEKUĆI RAČUN	26
1.6 ODRŽIVOST DEFICITA TEKUĆEG RAČUNA	31
1.6.1 METODOLOŠKI OKVIRI I PRETPOSTAVKE U ANALIZI ODRŽIVOG DEFICITA TEKUĆEG RAČUNA	34
1.6.2 UTICAJ TRGOVINSKE LIBERALIZACIJE NA PLATNI BILANS ...	35
1.7 IZNENADNI PREKID PRILIVA KAPITALA I UTICAJ NA TEKUĆI RAČUN	38
1.8 DEFINISANJE I MERENJE RAVNOTEŽE PLATNOG BILANSA	40
1.8.1 NERAVNOTEŽA PLATNOG BILANSA – UZROCI I POSLEDICE... 43	
1.8.2 REALNI FAKTORI NERAVNOTEŽE PLATNOG BILANSA	44
1.8.3 MONETARNI FAKTORI NERAVNOTEŽE.....	45
1.8.4 PAZOS - SIMONSENOV MEHANIZAM	47
1.9 MEHANIZMI I POLITIKA PRILAGOĐAVANJA PLATNOG BILANSA .	49
1.10 AUTOMATSKI MEHANIZAM PRILAGOĐAVANJA	51
1.11 DOHODOVNI MEHANIZAM PRILAGOĐAVANJA	53
1.11.1 SPOLJNOTRGOVINSKI MULTIPLIKTOR	54
1.11.2 PRIMENA KONCEPTA SPOLJNOTRGOVINSKOG MULTIPLIKATORA NA SLUČAJU SRBIJE.....	56
1.12 APSORBCIONI MEHANIZAM PRILAGOĐAVANJA	58
1.13 MODEL ELASTICITETA.....	59
1.14 MONETARNA TEORIJA PRILAGOĐAVANJA.....	63
1.15 URAVNOTEŽENJE BILANSA PLAĆANJA MERAMA EKONOMSKE POLITIKE	64
1.16 SAVREMENE TEORIJE DEVIZNIH KURSEVA.....	66
1.16.1 IZBOR REŽIMA DEVIZNOG KURSA.....	68
1.16.2 TEORIJA PARITETA KUPOVNE MOĆI.....	73
1.16.3 PLATNOBILANSNA TEORIJA O DEVIZNOM KURSU	77
1.16.4 MONETARISTIČKA TEORIJA DEVIZNIH KURSEVA	78
1.16.5 PORTFOLIO TEORIJA DEVIZNOG KURSA.....	82
1.16.6 FUNDAMENTALNE MAKROEKONOMSKE VARIJABLE KAO DETERMINANTE DEVIZNOG KURSA.....	84
1.16.7 KAPITALNE TRANSAKCIJE I DEVIZNI KURSEVI.....	85
2 OD DEJVIDA HJUMA KA SAVREMENIM MONETARNIM SISTEMIMA ...	89
2.1 USLOVLJENOSTI UNUTRAŠNJE I SPOLJNE NERAVNOTEŽE	89
2.1.1 RAVNOTEŽA U REŽIMU FIKSNOG DEVIZNOG KURSA	91
2.2 KARAKTERISTIKE PLATNOBILANSNIH KRIZA U REŽIMU FIKSNOG DEVIZNOG KURSA	94
2.3 ŠPEKULATIVNI NAPADI I VALUTNA KRIZA.....	95
2.4 RAVNOTEŽA U REŽIMU PLIVAJUĆEG DEVIZNOG KURSA	97

2.5	MONETARNA I FISKALNA POLITIKA U REŽIMU PLIVAJUĆEG DEVIZNOG KURSA	100
2.6	KARAKTERISTIKE PLATNOBILANSNIH KRIZA U REŽIMU PLIVAJUĆEG DEVIZNOG KURSA.....	102
2.7	SNAGA I SLABOST BRETONVUDSKOG SISTEMA.....	103
2.7.1	HJUMOV AUTOMATSKI MEHANIZAM PRILAGOĐAVANJA PLATNOG BILANSA	111
2.8	LIBERALIZACIJA TEKUĆEG I KAPITALNOG RAČUNA.....	117
2.9	MONETARNI SISTEM NAKON LIBERALIZACIJE KAPITALNOG I TEKUĆEG RAČUNA.....	120
2.10	IMPLIKACIJE PROCESA EKSTERNOG PRILAGOĐAVANJA SAD-A NA SVETSKU EKONOMIJU	127
2.11	ULOGA SVETSKE EKONOMSKE KRIZE U REDUKCIJI DEBALANSA U PLATNIM BILANSIMA	128
2.12	PLATNOBILANSNI PROBLEMI REŽIMU FLEKSIBILNOG KURSA I MEĐUNARODNA KOORDINACIJA.....	131
2.12.1	REFORMA MEĐUNARODNE FINANSIJSKE.....	133
	ARHITEKTURE I MMF-A	133
2.12.2	WTO I PRAVILA ZA SLUČAJ NASTUPA KRIZE PLATNOG BILANSA.....	135
3	ANALIZA EKSTERNE NERAVNOTEŽE SRBIJE U PRVOM TRANZICIONOM PERIODU 2000 - 2009.....	138
3.1	SPOLJNOEKONOMSKA NERAVNOTEŽA, UZROCI I POSLEDICE	138
3.2	KARAKTERISTIKE PLATNOG BILANSA U PERIODU 2000-2010	139
3.2.1	ODNOSI RAZMENE SRPSKE PRIVREDE	140
3.2.2	TEKUĆI RAČUN SRBIJE, 2000 – 2010.....	147
3.2.3	ANALIZA PLATNOG BILANSA U SREDNJEM ROKU.....	152
3.3	ODRŽIVOST DEFICITA TEKUĆEG RAČUNA SRJ, SCG, RS.....	157
3.3.1	DEFICIT TEKUĆEG RAČUNA I BRUTO DOMAĆI PROIZVOD....	161
3.3.2	IMPLIKACIJE KREDITNOG BUMA NA RAST DOMAĆE TRAŽNJE	166
3.3.3	FINANSIRANJE DEFICITA I SPOLJNA ZADUŽENOST.....	170
3.3.4	ANALIZA ODRŽIVOSTI FISKALNE POZICIJE SRBIJE	179
3.3.5	BUDŽETSKI DEFICIT I UTICAJ NA PLATNI BILANS RS	182
3.4	PROCES LIBERALIZACIJE NAKON 2000-TE GODINE I UTICAJ NA TRGOVINSKI BILANS	190
3.4.1	UZROCI DESTABILIZACIJE TRGOVINSKOG BILANSA	195
3.4.2	ANALIZA IZVOZNE PONUDE KAO FAKTOR DESTABILIZACIJE TRGOVINSKOG BILANSA.....	196
3.4.3	ULOGA DRŽAVNIH INSTITUCIJA U SMANJENJU TRGOVINSKOG DEBALANSA	201
3.5	LIBERALIZACIJA KAPITALNOG RAČUNA	203
3.6	UTICAJ KURSA DINARA NA PLATNI BILANS	208
3.7	DOMETI MONETARNE POLITIKE U REŠAVANJU PLATNOBILANSNIH PROBLEMA	219
3.7.1	DETERMINANTE INFLACIJE	223
3.8	DEFICIT TEKUĆEG RAČUNA TRANZICIONIH ZEMALJA POREĐENJE I ZAKLJUČAK	227

4	ANALIZA PLATNOG BILANSA U DRUGOM TRANZICIONOM PERIODU PERIODU 2009-2015	231
4.1	STATISTIKA PLATNOG BILANSA SRBIJE U PERIODU 2009-2015	231
4.2	ŠTEDNJA STANOVNIŠTVA I DEFICIT NA TEKUĆEM RAČUNU.....	233
4.3	DEFICIT NA TEKUĆEM RAČUNU I DEVIZNI KURS.....	237
4.4	JAVNI DUG KAO DEFICITARNA KOMPONENTA	241
4.5	EFEKTI PRILIVA SDI NA TEKUĆI RAČUN	244
	ZAKLJUČAK.....	251
	LITERATURA	261

SPISAK TABELA

Tabela 1-1:	Agregirani prikaz platnog bilansa	20
Tabela 1-2:	Država, privatni sektor i bilans na tekućem računu kao procenat BDP u zemljama G-7, 1996-2001.	27
Tabela 1-3:	Efekti autonomnog izvoza Srbije na zemlje na sličnom nivou razvoja	56
Tabela 1-4:	Efekti autonomnog izvoza Srbije na razvijene zemlje	57
Tabela 1-5:	Efekti autonomnog izvoza Srbije na razvijene zemlje uz korekciju marginalne sklonosti uvozu.	57
Tabela 1-6:	Elasticitet zemalja iz grupe 7 u dugom i kratkom roku.....	62
Tabela 1-7:	Distribucija različitih režima deviznog kursa 1990-2001	66
Tabela 1-8:	Distribucija režima deviznog kursa u različitim zemljama	67
Tabela 1-9:	Kriterijumi izbora deviznog režima	70
Tabela 1-10:	Režimi deviznog kursa u regionu.....	72
Tabela 1-11:	Mere u cilju smanjenja neto priliva kapitala	86
Tabela 2-1:	Uticaj mera fiskalne i monetarne politike na realni BDP.....	102
Tabela 2-2:	Uticaj mera fiskalne i monetarne politike na devizni kurs.....	102
Tabela 2-3:	Udeo nacionalnih valuta u posedu centralnih banaka, na kraju godine (%)	126
Tabela 2-4:	Promene na tekućem računu u Svetu (milijarde\$)	127
Tabela 2-5:	Strategija globalnog prilagođavanja.....	130
Tabela 2-6:	Primena mera za zaštitu platnog bilansa	136
Tabela 3-1:	Spoljnotrgovinski bilans (mil. evra).....	142
Tabela 3-2:	Struktura izvoza i uvoza.....	143
Tabela 3-3:	Pokrivenost uvoza izvozom Srbije u %.....	144
Tabela 3-4:	Struktura izvoza i uvoza Republike Srbije, po BEC nameni, 2001-2009. godine (u %)	145
Tabela 3-5:	Tekući račun Srbije 2000 – 2010 (u mlrd USD)	147
Tabela 3-6:	Servisiranje spoljnog duga (mlrd evra)	150
Tabela 3-7:	Srbija-platni bilans, 2009-2010(u mln SAD dolara)	152
Tabela 3-8:	Saldo tekućeg računa u % BDP-a za Srbiju i zemlje regiona, 2010. godina	156
Tabela 3-9:	SDI kao kontrapart deficitu tekućeg računa Srbije (2002 – 2010).....	158
Tabela 3-10:	Otplata duga kao faktor destabilizacije platnog bilansa.....	160
Tabela 3-11:	Nedostajuća domaća štednja za uravnoteženje platnog bilansa	161
Tabela 3-12:	Devizne rezerve kao faktor stabilnosti	161

Tabela 3-13: Srbija: interni i eksterni debalans, 2005-2008 (procenat potencijalnog GDP).....	163
Tabela 3-14: Struktura bruto dodate vrednosti	164
Tabela 3-15: Kreditni plasmani banaka, izraženi u dinarima i %	167
Tabela 3-16: Struktura spoljnog duga	171
Tabela 3-17: Kriterijumi zaduženosti spoljnog duga	173
Tabela 3-18: Srbija, Srednjoročni scenario kretanja spoljnog duga, 2008-2015.....	174
Tabela 3-19: Spoljni dug Srbije prema dužnicima (u mil. evra)	175
Tabela 3-20: Indikatori eksterne pozicije Srbije.....	175
Tabela 3-22: Stanje javnog duga Republike Srbije (u mlrd evra)	180
Tabela 3-24: Fiskalni suficit/deficit (kao procenat BDP).....	182
Tabela 3-25: Konsolidovani fiskalni rezultat (u % BDP)	183
Tabela 3-26: Ostali prihodi u budžetu Srbije 2005-2009 (u mlrd. din.).....	185
Tabela 3-27: Štednja i investicije u Srbiji (% BDP).....	185
Tabela 3-28: Kalkulacija blizanačkog deficita Srbije.....	186
Tabela 3-29: Učešće rashoda za zaposlene u budžetskom sektoru u BDP.....	187
Tabela 3-30: Javne investicije u regionu (% BDP)	190
Tabela 3-31: Liberalizacija prema Sporazumu o stabilizaciji i pridruživanju EU	192
Tabela 3-32: Stepen otvorenosti ekonomije 2002-2010.....	193
Tabela 3-33: Stopa rasta (u%) izvoza i uvoza 2002-2010.....	194
Tabela 3-34: Struktura izvoza i uvoza Srbije po izvozno-uvoznoj destinaciji.....	198
Tabela 3-35: Spoljnotrgovinska aktivnost između Srbije i EU	200
Tabela 3-36: Uloga i značaj pojedinih institucija u promovisanju izvoza	202
Tabela 3-37: Kapitalno-finansijski račun Srbije (u mil. USD).....	203
Tabela 3-38: Tekući račun i direktne investicije platnog bilansa Srbije, u mlrd USD, (2000-2010)	205
Tabela 3-39: Efikasnost investicija u Srbiji.....	206
Tabela 3-40: Učešće priliva SDI u ukupnim investicijama u osnovna sredstva, u %..	207
Tabela 3-41: Faktori <i>Pro</i> i <i>Contra</i> režima deviznog kursa kao nominalnog sidra	210
Tabela 3-42: Ocena dugoročne elastičnosti funkcije izvoza (priliva novca).....	217
Tabela 3-43: Uticaj kamatne stope i deviznog kursa na kretanje IMR	221
Tabela 3-44: Monetarni agregati i tekući račun platnog bilansa	224
Tabela 3-45: Inflacija u zemljama u okruženju, kraj perioda 2008, %	225
Tabela 3-46: Bilans tekućih transakcija %BDP	227
Tabela 3-47: Spoljnotrgovinski bilans (u mil. evra).....	228
Tabela 3-48: Indikatori ranjivosti za odabrane regione (2006, % BDP).....	229
Tabela 3-49: Izvozni koeficijent, u %	229
Tabela 3-50: Učešće agregata upotrebe u BDP (%)	230
Tabela 4-1: Strane direktne investicije, kao % BDP (2001-2016)	249

SPISAK GRAFIKONA

Grafikon 1-1: Optimalni portfolio u inostranstvu i bilateralni tekući račun SAD i Japana	24
Grafikon 1-2: Efekti povećanja državnih izdataka	29
Grafikon 1-3: Uloga deviznih rezervi u finansiranju sezonskih deficita.....	42
Grafikon 1-4: Neravnoteža platnog bilansa usled inflatornih kretanja.....	46
Grafikon 1-5: Prilagođavanje realnih nadnica, cena, deviznog kursa i ponude novca... 48	
Grafikon 1-6: Ravnoteža u otvorenoj privredi uz prilagođavanje kamatnih stopa.....	50
Grafikon 1-7: Ravnoteža u otvorenoj privredi uz prilagođavanje cena.....	51
Grafikon 1-8: Mehanizam automatskog uravnoteženja platnog bilansa u režimu fleksibilnog kursa	52
Grafikon 1-9: Ravnotežni nivo dohotka u otvorenoj privredi.	54
Grafikon 1-10: Efekti devalvacije i elastičnost tražnje	60
Grafikon 1-11: J-kriva	62
Grafikon 1-12: Apsolutni paritet kupovne moći u praksi.....	75
Grafikon 1-13: Veličina ekonomije kao procenat ukupnog OECD BDP, 1999, izabrane ekonomije	76
Grafikon 1-14: Prebacivanje deviznog kursa	81
Grafikon 1-15: Nemoguće trojstvo.....	86
Grafikon 2-1: Svonov (<i>Swan</i>) dijagram.....	90
Grafikon 2-2: Kombinovana primena fiskalne i monetarne politike u režimu fiksnog deviznog kursa.....	92
Grafikon 2-3: Beg kapitala, Ponuda novca i kamatna stopa.....	94
Grafikon 2-4: Vreme nastupanja platnobilansne krize	96
Grafikon 2-5: Ravnoteža pri perfektnoj mobilnosti kapitala.....	101
Grafikon 2-6: Destabilizirajući efekat špekulativnog napada u režimu fluktuirajućeg deviznog kursa.....	103
Grafikon 2-7: Zlatne rezerve SAD, 1951-71.,miljarde SAD\$.....	105
Grafikon 2-8: Zvanična pasiva i rezerve zlata, kvartalno, 1959-73,milijarde SAD\$... 107	
Grafikon 2-9: Tekući bilans SAD, 1951-71	108
Grafikon 2-10: Cena zlata u Londonu 1954-72 (\$ per unca)	110
Grafikon 2-11: Svetska trgovina/proizvod 1950-1975	111
Grafikon 2-12: Promena deviznog kursa u zlatnom standardu	112
Grafikon 2-13: Svetska industrijska proizvodnja, 2008. i 1929.	116
Grafikon 2-14: Volumen svetske trgovine, 2008. i 1929.	116
Grafikon 2-15: Prosečan deficit tekućeg računa kao %GDP po odabranim regionima.	121
Grafikon 2-16:Međunarodne rezerve (\$bn).....	123
Grafikon 2-17: Post bretonvudski sistem (bilion \$)	124
Grafikon 2-18: SAD balans tekućeg računa, 1870-2005 (% GDP).....	125
Grafikon 2-19: Projekcije deficita tekućeg računa (%GDP)	129
Grafikon 3-1: Obim spoljnotrgovinske robne razmene Republike Srbije, 2001-2009. godine	141
Grafikon 3-2: Pokrivenost uvoza izvozom (u%).....	142
Grafikon 3-3: Struktura izvoza robe po BEC nameni u 2007. i 2002.godini	146
Grafikon 3-4: Struktura uvoza robe po BEC nameni u 2007. i 2002.godini.....	146

Grafikon 3-5: Izvoz i uvoz poljoprivrednih proizvoda u Republici Srbiji, period 1996-2009. godine (mil. USD)	147
Grafikon 3-6: Srbija, deficit tekućeg bilansa, 2005–2008.....	148
Grafikon 3-7: Saldo usluga u platnom bilansu Srbije 2000-2010 (u mln USD)	149
Grafikon 3-8: Račun dohodka u platnom bilansu Srbije 2000-2010.....	150
Grafikon 3-9: Deficit spoljnotrgovinske razmene i deficit tekućih transakcija, % BDP	151
Grafikon 3-11: Prikaz uporednog kretanja BDP-a i deficita tekućeg računa Srbije (2002-2010).....	157
Grafikon 3-12: Mesečni indeks pritiska na platni bilans 2002-2008.....	159
Grafikon 3-13: Doprinos domaće tražnje BDP (2005-2009)	162
Grafikon 3-14: Realni rast BDP i absorpcije, 2003-08 (procentualna godišnja promena)	163
Grafikon 3-15: Razmenljivi i nerazmenljivi sektori privrede	164
Grafikon 3-16: Doprinosi kategorija agregatne tražnje realnom rastu BDP	165
Grafikon 3-17: Model rasta BDP do 2020. godine.....	165
Grafikon 3-18: Odobreni strani krediti privredi Srbije.....	166
Grafikon 3-19: Veza potrošačkih kredita i uvoza robe široke potrošnje.....	169
Grafikon 3-20: Veza potrošačkih kredita i uvoza robe široke potrošnje i proizvoda nesvrstanih po nameni	169
Grafikon 3-21: Dinamika i struktura spoljnog duga po sektorima (u mil. evra)	177
Grafikon 3-22: Spoljni dug prema ročnosti (u mil. evra).....	178
Grafikon 3-23: Odnos javnog duga i izvoza roba i usluga	181
Grafikon 3-24: Uporedni prikaz kretanja deficita na tekućem i fiskalnom računu 2002-2010	184
Grafikon 3-25: Učešće duga i deficita u BDP	187
Grafikon 3-26: Masa zarada u javnom sektoru i uvoz, (u mlrd evra)	188
Grafikon 3-27: Procentualna promena rasta izvoza i uvoza za period 2000-2010.....	193
Grafikon 3-28: Spoljnotrgovinska razmena sa zemljama CEFTA 2004-2008.....	197
Grafikon 3-29: Vodeći partneri Srbije u izvozu/uvozu, 2009 godine	199
Grafikon 3-30: SDI i tekući račun Srbije (2000-2010).....	204
Grafikon 3-31: Strane direktne investicije u Srbiji (% BDP) u periodu 2001- 2009 ...	205
Grafikon 3-32: SDI (u hilj. \$) po zemljama	207
Grafikon 3-33: Kretanje realnog deviznog kursa 1972-1988.....	209
Grafikon 3-34: Identifikovani potperiodi kombinacije režima deviznog kursa i monetarne politike u Srbiji u periodu 2001:1-2009:01	211
Grafikon 3-35: Saldo tekućeg i bilansa razmene roba i usluga u platnom bilansu Srbije u periodu 2000-2008 (u mil. USD).....	212
Grafikon 3-36: Kretanje efektivnog deviznog kursa u Srbiji 2001-2010.....	212
Grafikon 3-37: Indeks monetarne restriktivnosti	221
Grafikon 3-38: Bazna inflacija u periodu 2002-2010.....	224
Grafikon 3-39: Inflacija zemalja u okruženju, kraj perioda 2004, 2005, %	225
Grafikon 4-1: Srbija, tekući i trgovinski deficit 2007-2015	231
Grafikon 4-2: Srbija: sezonalizirani izvoz i uvoz, kvartalno, 2007-2015	232
Grafikon 4-3: Štednja stanovništva u Srbiji u periodu 2005-2016 (u mil.din).....	233
Grafikon 4-4: Kamatne stope na dinarske i indeksirane kredite, 2010-2015	234
Grafikon 4-5: Srbija, prirast novih kredita privrede i stanovništva, 2009-2015.....	234

Grafikon 4-6: Štednja stanovništva u korelaciji sa uvozom robe u Srbiji za period 2002-2016	236
Grafikon 4-7: Srbija, nominalni i realni kurs dinar/evro, prosek meseca, 2010-2017	238
Grafikon 4-8: Uporedni prikaz kretanja fiskalnog bilansa i štednje stanovništva u Srbiji za period (2005-2016)	242
Grafikon 4-9: Javni dug Srbije (%BDP).....	243
Grafikon 4-10: Životni ciklus investicija	245
Grafikon 4-11: Primarni dohodak i spoljnotrgovinski bilans kao komponente deficita	245
Grafikon 4-13: Rast spoljnotrgovinskog deficita u korelaciji sa prilivom SDI u Srbiji (u periodu 2002-2016)	247
Grafikon 4-12: Odnos SDI i tekućeg računa Srbije (2007-2015).....	248
Grafikon 4-14: SDI i tekući transfer i (%) u periodu 2007-2016	249

UVOD

Predmet doktorske disertacije je analiza uzroka i posledica koje su delovale u pravcu neravnoteže platnobilansnih pozicija Srbije u dva tranziciona perioda, pre i posle svetske ekonomske krize. Platni bilans kao ključni indikator ekonomskih performansi otvorene privrede ima veoma važnu ulogu u definisanju makroekonomske politike jedne zemlje. S obzirom da je analiza platnog bilansa uglavnom *ex-ante analiza*, rezultati istraživanja imaju i svoju praktičnu dimenziju jer će pokazati kada je neophodan zaokret u vidjenju ekonomske i razvojne politike zemlje. U uslovima brzog rasta i stalnih strukturnih promena jedan od najsloženijih zadataka postaje balansiranje između interne i eksterne ravnoteže. Narušavanje eksterne ravnoteže se smatra opravdanim ukoliko bi privučen inostrani kapital bi imao za cilj da premosti resursni gap ulažući u privredni razvoj na račun buduće odplate dugova.

Cilj doktorske disertacije je da se na osnovu teorijske i empirijske analize ispita da li je Srbija iskoristila svoju eksternu neravnotežu za realizaciju neophodne strukturne reforme u tranzicionom ekonomskom ciklusu. Zaključak o efektima iskorišćenosti priliva kapitala donet je tek nakon pažljive analize važnih indikatora, poput nivoa spoljnog duga, njegove strukture i odnosa sa BDP, veličine, dinamike i izvora finansiranja budžetskog deficita, stopa štednje i investicija, veličine stranih direktnih investicija, racia udeo tekućeg deficita računa u GDP, racia budžetskog deficita u GDP, promene u deviznim rezervama, veličine realne apresijacije valute u odnosu na trend promene izvoza, itd.

Sprovedenim istraživanjima kandidata analiziran je ceo tranzicioni period privredne Srbije. U cilju analize platnog bilansa presecanje je izvršeno na bilans tekućih transakcija i kapitalni bilans; ispitana je priroda veze između fiskalnog deficita i tekućeg računa; proverena je relacija depresijacija – povećanje konkurentnosti – poboljšanje tekućeg računa, kroz analizu elasticiteta uvoza i izvoza; determinisani su uzroci i prava priroda deficita na tekućem računu; dati predlozi za razrešenje strukturnog gega; razmatra se pitanje održivosti deficita na tekućem računu. Polazeći od predmeta i cilja istraživanja u ovom radu će biti testirano nekoliko hipoteza.

Hipoteza prvog reda - platnobilansna kriza u Srbiji je strukturnog karaktera.

Hipoteza prvog reda biće podržana kroz testiranje sledećih hipoteza, koje su istog ranga:

- Deficit tekućeg računa je u korelaciji sa visokom kreditnom tražnjom;
- SDI su komponenta deficita tekućeg računa, ali i neophodan segment razvojne politike;
- politika prilagođavanja platnog bilansa se mora bazirati na većoj stopi rasta neto izvoza;

Uvažavajući postulate savremenih teorijskih pristupa ovoj problematici istraživanje koje je sprovedeno u okviru doktorske disertacije zasnivalo se na primeni metoda koje su imanentne ekonomskim naukama. U skladu sa time, korišćeni su osnovni metodološki principi iz kojih proizilaze dijalektička i sintetička metoda, zatim metoda studija slučaja (kojom su proučavani pojedini konkretni slučajevi da bi se utvrdile činjenice), komparativna metoda (kojom se došlo do činjenica poređenjem sa pojedinim konkretnim slučajevima na osnovu sličnosti i razlika), metode analize i sinteze, izvođenje zaključaka (indukcijom ili dedukcijom). Primena ovih metoda omogućila je sagledavanje povezanosti i uzajamne zavisnosti pojava relevantnih za planirano istraživanje. Istraživanje ove problematike bilo je zasnovano i na analizi inostrane i domaće literature. Pri tome, posebna pažnja bila je posvećena kritičkom osvrtu na rezultate praktičnih istraživanja kroz studije slučaja (*Case Study*). Takođe korišćeni su i drugi metodi kao što su istorijska analiza podataka, ali pre svega analiza sekundarnih podataka dobijenih empirijskim istraživanjima eminentnih međunarodnih institucija i autora.

Prikaz sadržaja doktorske disertacije

Kompleksnost istraživane problematike opredelila je strukturiranje celokupnog rada u 4 dela, u kojima je sa različitih aspekata izvršeno sagledavanje ove problematike, kao i faktora koji ga determinišu. Spisak korišćene literature sadrži preko 200 izvora domaćih i stranih autora. Obuhvata članke objavljene u domaćim i međunarodnim časopisima i zbornicima, knjige iz oblasti konkretne problematike platnog bilansa, međunarodne ekonomije, makroekonomije, relevantne studije i web sajtove. Korišćena literatura je pretežno publikovana u periodu 2000-2015. godina, dok je manji broj knjiga i časopisa, publikovan ranije.

Razmatranje problematike platnog bilansa zahtevalo je analizu niz pitanja, pa, samim tim i strukturiranje rada u više delova i pojedinih tačaka u kojima je sa različitih aspekata izvršeno sagledavanje platnog bilansa, kao i faktora koji ga determinišu. U uvodnom delu navodi se cilj rada, polazne hipoteze kao i opis sadržaja po pojedinim poglavljima.

U prvom delu razmatraju se teorijska i konceptualna pitanja, takođe se uspostavlja metodološka osnova za razmatranje međuzavisnosti deviznog kursa i platnog bilansa. Nakon definisanja koncepta platnog bilansa i pronalaženja relacije sa osnovnim makroekonomskim agregatima, prelazi se na utvrđivanje alternativno mogućih definicija i načina merenja neravnoteže. Razmatraju se uzroci neravnoteže, vrste neravnoteže, kao i mehanizmi prilagođavanja. Posebna pažnja se posvećuje teorijskim aspektima fiskalnog deficita u cilju postavljanja baze za istraživanje primenjeno u trećoj glavi. Takođe, radi dokazivanja druge hipoteze, relevantno je utvrditi načine na koji se promena deviznog kursa transmituje na tekući račun. Do zaključka da li bi depresijacija deviznog kursa optimalno uticala na smanjenje deficita trgovinskog balansa dolazi se kroz odgovor na pitanje elasticiteta. A ta pitanja su sledeća: koliko se visoka devalvacija smatra nužnom da bi se eliminisao trgovinski deficit datog obima, odnosno postigla željena veličina promena trgovinskog bilansa; koji je to obim deficita koji devalvacije određene veličine može eliminisati? Najzad, razmatra se uloga fiskalne i monetarne politike koja često ne vodi suštinskom prilagođavanju već samo korekciji salda platnog

bilansa, pa ovakva stabilizacija može biti ekvivalentna finansiranju. Za suštinsku eliminaciju deficita potrebno je izvršiti realokaciju resursa u nacionalnoj privredi, promene u strukturi proizvodnje i lestvici komparativnih troškova, izmene u strukturi uvoza i izvoza. Na dugi rok samo smisljena politika dugoročnog razvoja može imati pozitivne efekte na platni bilans.

U drugom delu kroz posmatranje globalnih debalansa, dedukcijom, pokušavamo da dobijemo širu sliku poremećaja eksterne neravnoteže u tranzicionim privredama. Postoji ukorenjeno mišljenje da su globalni disbalansi normalni u smislu dinamične strukture svetske privrede i konstantnim potrebama za povećanom likvidnošću. Data je teoretska podloga za posmatranje razvoja međunarodnih monetarnih sistema i svojstvenih platnobilansnih problema. Posmatran je period od zlatnog standarda do savremenih međunarodna finansijska kriza. Periodi visoke nestabilnosti i stresa za međunarodni finansijski sistem nagnale su zemlje da razmisle o potencijalnim koristima od kolektivne akcije u cilju proširenja regulatorne uloge MMF-a, ili formalno kroz uspostavljanje novih obaveza, kao što je upravljanje deviznim kursovima, ili kroz dobrovoljno podvrgavanje neformalnoj regulaciji bez obligacija.

Treći deo je u celosti posvećen analizi konkretne probleme spoljne ravnoteže privrede Srbije u prvom tranzicionom periodu. Korišćeni su relevantnim empirijski podaci uz savremene teorije koncepte obrade. U skladu sa primenjenim analitičkim metodama izvedeni zaključci su ključni u odbrani postavljenih teza. Zaključak iznesen u radu je da je apresijacija dinara fundamentalnog karaktera i zbir elasticiteta nije dovoljan, uglavnom zbog visokog proizvodnog gpa. Ključni generator rasta deficita spoljnotrgovinskog i tekućeg računa platnog bilansa Srbije je neusklađenost domaće potrošnje i domaće ponude. Domaća potrošnja je usled loše koncipirane makroekonomske politike rasla nedostižnim tempom za popunjavanje proizvodnog gpa. Struktura bruto dodate vrednosti je nepovoljna u odnosu na zemlje u okruženju. Gro investicija je absorbovan od strane nerazmenljivog sektora. Nizak izvozni koeficijent u odnosu na zemlje u okruženju ukazuje na činjenicu da strukturne reforme nisu dovele do očekivanog rasta izvoza i dostizanje najmanje trećinskog udela izvoza u ostvarenom BDP-u.

U četvrtom delu raspravlja se o karakteru eksterne neravnoteže u drugom tranzicionom periodu, posle svetske ekonomske krize. Dolazi do kontrakcije i smanjenja na pojedinim bilansnim pozicijama, i na tekućem računu. Pojavljuju se drugi elementi u odnosu na prethodni tranzicioni period koji utiču na bilansnu ravnotežu. Spoljnotrgovinski deficit je smanjen, uvećava se štednja stanovništva, ali javni dug ostaje konstantna pretnja. U mnogome eksterni debalansi u tranzicionim zemljama su rezultat internih makroekonomskih debalansa kao i realnih faktora, što je i srpski slučaj kao zaključak proisteklo iz analize. Debalans ima i karakter toka koji se javlja kao kontinuirani proces agregatnog trošenja većeg od domaće novostvorene vrednosti. Deficit na tekućem računu Srbije odraz je neadekvatne politike i strategije tranzicije, pa ga možemo deklarirati kao strukturni deficit. Identifikovani su i monetarni uzroci debalansa na tekućem računu uzrokovani inflacijom tražnje, ali su oni samo manifestacija endogenih poremećaja.

Metode koje se primenjuju u istraživanju

Metode koje su korišćene za istraživanje u ovom radu su:

1. *metod analize* je metod istraživanja koja se odnosi na raščlanjivanje jedne celine na njene delove ili sastavne elemente kako bi se mogli posmatrati njihova priroda, odnosi, uzroci i posledice. Celina se bolje upoznaje raščlanjivanjem na delove i upoznavanjem prirode istih.
2. *sintetička metoda* kreće od jednostavnih pojmova i pojava dolazeći postepeno do složenijih formi i pojava.
3. *statistička metoda* je izvršena obrada raspoloživih sekundarnih podataka i ona barata uzorcima, popisima, kretanjima i trendovima.
4. *metoda studija slučaja* je deskriptivna metoda i veoma često u upotrebi u ekonomskoj nauci. Ovim metodom se prati veliki broj raznorodnih slučajeva na nivou deskripcije i eksplikacije. Postoji opcija posmatranja samo jednog slučaja, ali je učestalija metoda uporedog posmatranja više slučajeva. Istraživač posmatranjem i proučavanjem dolazi do odgovora kako se konkretna pojava manifestuje u različitim društvenim sredinama, kao i da utvrdi eventualne uzroke nastanka te pojave.¹
5. *komparativna metoda* je važno sredstvo induktivnog zaključivanja koje donosi naučno prihvatljivo objašnjenje međusobno povezanih pojava,
6. *induktivna metoda* je naučni metod kod koje se do opštih zaključaka dolazi polazeći od pojedinačnih premisa. Ovo je jedna od najčešćih metoda; karakterišu je osnovne etape: posmatranje i registriranje svih činjenica, analiza i klasifikacija činjenica, induktivna derivacija - od činjenica do generalizacije, verifikacija².
7. *dedukcija* kao logička metoda koja polazeći od opštih spoznaja dolazi do spoznaja o posebnom i pojedinačnom,

Informacije i podaci koji su poslužili za analizu predmeta ovog rada prikupljeni su iz internih i eksternih izvora. Za izradu ovog rada će se koristiti kvantitativni, kvalitativni, objektivni, strukturalni, predikativni i razvojni indikatori, koji su na raspolaganju iz gore navedenih izvora informacija, kao i različiti Web izvori.

Ostvareni rezultati i naučni doprinos

Ubrzanje ekonomskog razvoja tranzicionih privreda rađa neravnoteže u platnim bilansima koje predstavljaju limitirajuće faktore daljeg rasta. Postoje teoretske i empirijske tvrdnje da su tranzicione privrede uglavnom upućene na rešavanje problema eksterne ravnoteže. Originalni naučni doprinos pronalazimo u analizi uzročno-posledičnih veza koje deluju na poremećaj eksterne neravnoteže u tranzicionim privredama. Izvedena analiza će uticati na poboljšanja upravljanja spoljnom

¹ Pejanović, R. (2009), "Metode kvalitativnih istraživanja u društveno-ekonomskoj (i agroekonomskoj) nauci", Letopis naučnih radova, Godina 33, broj I

² "Methode inductive". *Les définitions*. (Pristupljeno 30. 6. 2016)

neravnotežom kroz donošenje primerenih i pravovremenih mera ekonomske politike. Zaključak koji će prosteći biće koristan kao *ex ante* analiza, metod koji kroz učenje na greškama postavlja smernice za dalje delovanje.

U ovom naučno radu vršiće se konkretna istraživanja, koristeći dezagregirane modele. Rezultati istraživanja u doktorskom radu, dobijeni analitičkim i sistematičnim pristupom, ukazivaće na dijalektičku vezu između limitirajućih faktora i uzroka neravnoteže platnog bilansa i zahteva tranzicione privrede za razvojem. Takođe dobijenim rezultatima će se razjasniti koji elementi i kojim intezitetom vrše odlučujući pritisak na određene platnobilansne pozicije, što je imalo za posledicu pokretanje brojnih pitanja o održivosti postojećeg deficita tekućeg računa.

1 TEORIJSKI PRINCIPI PLATNOG BILANSA

1.1 POJAM PLATNOG BILANSA

„Platni bilans je statistički iskaz koji sistematski sažima, za određeni period, ekonomske transakcije ekonomije jedne države sa ostatkom sveta”³. On je sastavni deo sistema privrednih bilansa koji iskazuje osnovne makroekonomske varijable u nacionalnoj privredi kao i njihove odnose. Postoje različite definicije privrednih bilansa pojedinih zemalja, a zbog čega je potrebno upoznati se sa Sistemom društvenih računa Ujedinjenih nacija – koji predstavlja zajednički imenitelj većine nacionalnih sistema privrednih bilansa. Današnji oblik Sistema društvenih računa Ujedinjenih nacija određen je u posebnoj metodološkoj studiji 1968. godine. Ovaj sistem razrešio je većinu pitanja međusobnog povezivanja privrednih statistika u integrisan sistem privrednih računa. U centru Sistema se nalaze računi – bilansi formiranja i upotrebe društvenog proizvoda. Celokupan proces reprodukcije, odnosno svi osnovni privredni tokovi mogu se pratiti preko računa: društvenog proizvoda, raspoloživog nacionalnog dohodka, akumulacije i inostranstva. Ova četiri osnovna računa povezani su sistemom računa novčanih tokova u nacionalnoj privredi. Račun društvenog proizvoda povezan je sa matricom međusobnih odnosa privrednih delatnosti. Računima tekućih transakcija, koje pokazuju formiranje štednje i preraspodelu po sektorima, pridodate su investicije i izvori njihovog finansiranja, dok je računima kapitalnih transakcija dodato stanje osnovnih i obrtnih fondova na početku i na kraju godine. Osnovna razlika između Sistema društvenih računa i platnog bilansa je taj što u Sistemu društvenih računa se uz jednu stavku beleže četiri procesa: isporuka robe, prijem novca, prijem robe, plaćanje novcem dok se u sistemu platnog bilansa beleže samo dve stavke u slučaju izvoza: isporuka robe, priliv deviza, dok se prijem robe i plaćanje registruju u platnom bilansu zemlje izvoznika.

1.2 METODOLOGIJA PLATNOG BILANSA

Platni bilans se može definisati i kao “sistematski, konsolidovani pregled svih ekonomskih transakcija između rezidenata jedne zemlje i rezidenata drugih zemalja za određeni period vremena”⁴. "Osnovni cilj vođenja platnog bilansa jeste da se vlada obavesti o stanju zaduženosti zemlje i da joj se tako pomogne pri formulisanju mera monetarne, fiskalne i spoljnotrgovinske politike. Isto tako, pri donošenju mera

³IMF, www.imf.org, pregledano 10.3.2011

⁴Kovač, O. (1994), *Platni bilans i međunarodne finansije*, Beograd

ekonomske politike vlade koriste podatke o platnom bilansu svojih spoljnotrgovinskih partnera"⁵.

Hronološki razvoj koncepta platnog bilansa kakav poznajemo danas počinje tek razvojem kapitalizma kada nastaje potreba za evidentiranjem obilja finansijskih transakcija koje su rezultirale likvidacijom realnih ekonomskih transakcija. Izraz platni bilans prvi je upotrebio britanski ekonomista Stjuart u svom delu *An Inquiry into the Principles of political Economy* iz 1767. godine.⁶ Autor spominje platni bilans govoreći o „ukupnoj masi recipročnih plaćanja između zemlje i inostranstva“.⁷ Od tog vremena do danas, koncepcija platnog bilansa doživela je velike izmene usled promena u međunarodnoj privredi i razvoja ekonomske teorije i statistike. Jedan od pokušaja definisanja dao je Maede koji je podelio transakcije na tekuće transakcije, koje predstavljaju plaćanja za robu i usluge, i na transfere koji su plaćanja bez istovremenog toka robe i usluga u suprotnom smeru⁸. Nesporazumi i dileme oko formulisanja javljali su se oko toga „da li platni bilans treba da registruje samo efektivno izvršena primanja i plaćanja između zemalja u određenom periodu vremena ili treba da prikazuje sve ekonomske transakcije u posmatranom razdoblju bez obzira na njihove likvidacije“⁹. Danas se platni bilans definiše kao sistemski pregled svih ekonomskih transakcija. „Transakcija je ekonomski tok koji izaziva stvaranje, transformaciju, razmenu, transfer ili gašenje ekonomske vrednosti (i podrazumeva promenu vlasništva) robe i/ili finansijske aktive, pružanje usluga ili rada i kapitala“.¹⁰ Zavisno od kriterijuma po kojima se dele razlikujemo sledeće ekonomske transakcije: tekuće i kapitalne, unilateralne i bilateralne, privatne i zvanične, autonomne i kompenzatorne. Tekuće transakcije odnose se na tekuću poslovnu aktivnost i vezane su za stvaranje vrednosti, kapitalne transakcije se odnose na prenos kupovne snage. Jednostrani transferi su u jednom smeru bez obaveze. Transferi su osnovni kreditni aranžmani sa inostranstvom, zajmovi strane direktne investicije, kao i svi drugi oblici međunarodnog kretanja kapitala. "Sve transakcije u tekućem i kapitalnom bilansu su autonomne transakcije jer se odvijaju u cilju sticanja profita (osim jednostranih transfera) i nezavisno od uvida u stanje platnog bilansa. Autonomne stavke nekada nazivamo "stavkama iznad linije". S druge strane, transakcije vezane za državnu rezervnu aktivu nose naziv transakcije prilagođavanja (ili "stavke ispod linije") jer proizlaze iz stanja platnog bilansa i namenjene su njegovom uravnoteženju. Stavke prilagođavanja pratimo u bilansu rezervne aktive, koji se još zove i bilans poravnanja. Međunarodne transakcije se razvrstavaju na dugovanja i potraživanja. U potraživanja spadaju transakcije koje su vezane za *priliv* novca. Dugovanja su transakcije koje su vezane za *odliv* novca po osnovu plaćanja strancima. Priliv kapitala može uzeti jedan od ova dva oblika: to može biti rast inostrane aktive u zemlji ili smanjenje domaće aktive u inostranstvu. S druge strane, odliv kapitala se može odvijati kroz rast domaće aktive u inostranstvu, ili kroz pad strane aktive u zemlji, jer u oba slučaja dolazi do rasta plaćanja strancima"¹¹.

⁵ danica.popović.ekof.bg.ac.rs, (pristupljeno 2.2.2015)

⁶Ćirović, M. (1980), *Teorija uravnoteženja platnog bilansa*, Savremena administracija, Beograd

⁷ Stojanović, B. (2003), *Novac, konvertibilnost i platni bilans*, Megatrend, Beograd

⁸Maede, J.E., (1951), *The Theory of International Economic Policy*, Volume I, The Balance of Payment

⁹ Kovač, O.(2002), *Spoljnoekonomska ravnoteža i privredni rast problemi i iskustva Jugoslavije*, Ekonomski fakultet Beograd

¹⁰ Kovač, O. (2003), *Međunarodne finansije*, Ekonomski fakultet Beograd, 2003

¹¹ danica.popović.ekof.bg.ac.rs, (pristupljeno 2.2.2015)

Platni bilans se u svakoj zemlji sastavlja po metodologiji definisanoj od strane MMF-a. U skladu sa razvojem složenih privrednih odnosa između zemalja šeme prikazivanja platnog bilansa često su se menjale. Statističko iskazivanje platnog bilansa ima dužu istoriju nego što imaju privredni bilansi. To potvrđuju i prva četiri izdanja Priručnika Međunarodnog monetarnog fonda o sastavljanju platnog bilansa (MMF, 1950, 1961, 1968, 1977). U sledećoj tabeli prikazuje se razlika između trećeg i četvrtog priručnika MMF-a.

Tabela 1-1: Agregirani prikaz platnog bilansa

Po četvrtom izdanju priručnika	Po trećem izdanju priručnika
<p>A. Tekući račun (bez grupe F)</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Robna razmena: izvoz F.O.B 2. Nemonetarno zlato 3. Ostala dobra, usluge i dohodak (priliv) 4. Ostala doba, usluge i dohodak (odliv) 5. Ukupno: roba, usluge i dohodak 6. Privatno jednostrani transferi 7. Ukupno (bez zvaničnih jednostranih transfera) 8. Zvanični jednostrani transferi <p>B. Direktno investicije i ostali dugoročni kapital (bez grupa od F do II)</p> <ol style="list-style-type: none"> 9. Direktno investicije 10. Portfolio investicije 11. Ostali dugoročni kapital 12. Ukupno, grupe A+B <p>C. Ostali kratkoročni kapital (bez grupa od F do II)</p> <ol style="list-style-type: none"> 13. Domaći zvanični rezidenti 14. Poslovne depozitne banke 15. Ostali sektori <p>D. Neto greške i propusti</p> <ol style="list-style-type: none"> 16. Ukupno, grupe od A do D <p>E. Protivstavke</p> <ol style="list-style-type: none"> 17. Monetizacija/demonetizacija zlata 18. Alokacija/gašenje Specijalnih prava vučenja 19. Promene u vrednosti rezervi 20. Ukupno, grupe A do E <p>F. Izuzetno finansiranje</p> <p>Ukupno, grupe A do F</p> <p>G. Obaveze koje predstavljaju devizne rezerve monetarnih vlasti drugih zemalja</p> <ol style="list-style-type: none"> 21. Ukupno, grupe A do G <p>H. Ukupna promena rezervi</p> <ol style="list-style-type: none"> 22. Monetarno zlato 23. Specijalna prava vučenja 24. Rezervna pozicija kod MMF 25. Devizne rezerve 26. Ostala potraživanja 27. Korišćenja kredita MMF 	<p>A. Dobra i usluge</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Robna razmena 2. Nemonetarno zlato 3. Transport i osiguranje uz robnu razmenu 4. Ostali transport 5. Putovanja 6. Prihodi od investicija 7. Transakcije države (neuključene u druge stavke) 8. Ostale usluge <p>Neto dobra i usluge</p> <p>Trgovinski bilans (1 i 2)</p> <p>Neto usluge (od 3 do 8)</p> <p>B. Transferna plaćanja</p> <ol style="list-style-type: none"> 9. Privatna 10. Države <p>Neto transferna plaćanja</p> <p>Neto ukupno (od 1 do 9)</p> <p>Neto ukupno (od 1 do 10)</p> <p>C. Kapital i monetarno zlato</p> <ol style="list-style-type: none"> 11. Direktno investicije 12. Ostali privatni dugoročni kapital 13. Ostali privatni kratkoročni kapital 14. Lokalne DP zajednice 15. Centralna vlada <p>Monetarni sektori</p> <ol style="list-style-type: none"> 16. Privatne institucije (privreda): obaveze 17. Privatne institucije (privreda) potraživanja 18. Javne institucije: obaveze 19. Javne institucije: potraživanja

Izvor: Pušara, K. (2000), *Međunarodne finansije*, Verzalpress Beograd

Razlike između trećeg i četvrtog priručnika su evidentne za razliku od promena između četvrtog i petog priručnika gde su u pitanju finise. Naime od objavljivanja četvrtog izdanja 1977, dogodile su se važne promene u maniru na kome su vođene međunarodne transakcije. Ove promene su pre svega rezultat liberalizacije finansijskih tržišta, inovacije finansijskih instrumenata i novog prilaza restrukturiranju spoljnog duga. Takođe došlo je do enormnog porasta volumena međunarodne trgovine uslugama. Nova revizija BPM je takođe preduzeta u cilju harmonizacije i bolje statističke evidencije sa Sistemom društvenog računa 1993 (SNA 1993).

Narodna banka Srbije, u cilju primene metodologije MMF-a (IMF BOP manual, 5th edition¹²), promenila je metodologiju izrade platnog bilansa na način koji ne dozvoljava direktno poređenje sa do sada objavljenim platnim bilansom (do kraja 2007), budući da je promenjena metodologija kako tekućeg, tako i kapitalnog računa¹³.

"Izmene se odnose na:

(a) *tretman tekućih transfera* – se više ne registruju kao odvojena pozicija, tj. priliv se beleži kao doznaka, a odliv kao izvoz usluga - prihodi od turizma. Ova stavka takođe obuvata priliv sredstava po menjačkim poslovima i podizanje sredstava sa deviznih računa građana kao i računa nerezidenata.

(b) na *beleženje ostalih kapitalnih priliva* – Došlo je do većih promena presvega u registrovanju stare i nove devizne štednje. Nova devizna štednja se od januara 2008. registruje u tekućem računu (pre toga na kapitalnom) kao priliv doznaka, a stara devizna štednja kao odliv doznaka. Računi nerezidenata se registruju u kapitalnom bilansu - na liniji gotvina i devizni računi..

(c) na *bespovratne transfere (donacije)* koji su prema novoj metodologiji uključeni u tekuće transfere.

(d) na *promene računanja deviznih rezervi NBS*. Prema preporuci MMF-a, dolazi do korekcije za promenu vrednosti HoV koje ulaze u sastav deviznih rezervi, kao i za promenu međunarodne cene monetarnog zlata¹⁴.

Sve ove metodološke promene dovode do toga da je prema novoj metodologiji tekući račun viši (to jest deficit tekućeg računa je manji), dok je kapitalni račun umanjen za približno isti iznos.

U 2010. godini je predviđeno prilagođavanje platnobilansne statistike standardima SDDS izveštavanja, primena priručnika o platnom bilansu MMF-a, šesto izdanje (BPM6)¹⁵ „ i dalje unapređenje međunarodne investicione pozicije zemlje¹⁶.

¹²IMF., "Balance of Payments Manuel", 5th edition, IMF, www.imf.org

¹³ Pinkulj, A., Savić, B. (2006), "Metodologija platnog bilansa Srbije", NBS

¹⁴FREN, (2008), "Kvartalni monitor ekonomskih trendova i politika u Srbiji", br. 12 • januar–mart 2008, Fond za razvoj ekonomske nauke, Beograd, www.fren.org ,(pristupljeno 12.12.2011)

U teoriji i praksi platnog bilansa postoje i drugi koncepti koji su i danas relevantni. Fritz Machlup je dao tri koncepta platnog bilansa. Prvi koncept je tržišni bilans koji daje prikaz ponude i tražnje deviza na deviznom tržištu, pri datom deviznom kursu ili pri alternativnim hipotetičkim kursevima. Ovaj bilans registruje efektivna primanja i plaćanja po svim transakcijama između rezidenta jedne zemlje i drugih zemalja, koji čine ponudu i tražnju deviza. Konstruisao bi se za analitičko izveštajne metode.

Drugi koncept je programski bilans koji takođe nije statistički bilans, već je projekcija platnobilansne politike za određeni budući period. Računski (knjigovodstveni bilans) je treći koncept Machlupove definicije i odnosi se na sistematski prikaz transakcija i između rezidenata jedne zemlje i rezidenata stranih zemalja.

1.3 PLATNI BILANS I ONOVNI MAKROEKONOMSKI AGREGATI

U privredi koja je zatvorena, bez ekonomskih odnosa sa inostranstvom, ukupni rashodi ne mogu biti veći od nove proizvodnje u zemlji. Račun domaćeg proizvoda (BDP) obuhvata samo vrednost proizvodnje koju su domaći subjekti (rezidenti) ostvarili u zemlji. Društveni ili nacionalni proizvod, za razliku od domaćeg proizvoda obračunava vrednost ukupne proizvodnje robe i usluga koju ostvaruju domaći subjekti kako u zemlji tako u inostranstvu. Ta razlika je mala u privredama koje imaju manji obim ekonomskih transakcija sa inostranstvom¹⁷.

BDP jedne zemlje predstavlja meru njene proizvodne aktivnosti. BDP rastavljamo na četiri glavne kategorije: prodaju potrošnih dobara i usluga (C), prodaju investicione opreme i prirast zaliha (I), prodaje državi (G), i prodaje ostatku sveta (X). Rashodima privatnog sektora (C+ I), država, tj. vlada pridružuje sopstvene rashode (G). Ukupne rashode zemlje nazivamo absorpcijom što predstavlja sumu (C + I + G) privatnih i javnih rashoda utrošenih na nabavku dobara i usluga. Definicija BDP-a za zatvorenu privredu bi bila:

$$Y = C + I + G = A$$

U otvorenoj privredi sredstva za tekuću i finalnu potrošnju formiraju se iz domaćeg proizvoda, prihoda zaposlenih i faktora iz inostranstva kao i transfernih primanja, pa obogaćujemo prethodni entitet:

¹⁵ IMF., "Sixth edition of the Balance of Payments and International Investment Position Manual", www.imf.org, (pristupljeno 12.12.2011)

¹⁶ NBS., (2009), "Godišnji izveštaj", www.nbs.org (pristupljeno 12.12.2011)

¹⁷ Konkretno na primeru platnog bilansa Srbije razlika je uticaj dva faktora: kamate na zajmove i krediti iz inostranstva utiču na umanjenje domaćeg proizvoda, a doznake radnika i iseljenih građana povećavaju domaći proizvod. Za sada doznake premašuju kamate, pa je društveni proizvod veći od domaćeg.

$$Y = C + I + G + X - M$$

Privatni sektor plaća neto porez umanjen za iznos transfera (T), štedi (S), troši (C). Otuda proizilazi sledeća dekompozicija BDP-a:

$$Y = C + S + T$$

Potrošnja po pravilu čini 50 – 65% BDP-a. Stopa investicije – varira u iznosu 15 – 25% BDP, a 30 – 40% zarađenog dohodka država ubire u formi neto poreza ili odlazi u štednju (neraspedeljeni profit)¹⁸. Ove dve dekompozicije BDP-a predstavljaju bilansne jednačine:

$$C + S + T = C + I + G + X - M$$

Kada se eliminiše potrošnja sa obe strane jednačine dobija se.

$$(S - I) + (T - G) = (X - M)$$

"Odgovarajući izrazi u zagradama su prikazani kao neto priliv privatnom sektoru, državi i ostatku sveta respektivno. Svaki od tri nivoa toka može se posmatrati kao specifičan oblik štednje, kao odliv ili kao priliv. Ako je $S > I$, privatni sektor postaje neto štediša i obrnuto. Ako je $T > G$ država štedi, a ako je $G > T$ država pozajmljuje nivoac. Gornji identitet pokazuje da ako privatna štednja u nekoj zemlji prevazilazi privatne investicije, onda će ili neto izvoz biti pozitivan ili će državni budžet biti u deficitu ili će se oba događaja simultano ostvariti. Bez detaljnog upoznavanja sa situacijom nemoguće je znati da li je budžetski deficit izazvan pozitivnom neto privatnom štednjom; da li je rastom izvoza stvoren dohodak koji rezidenti štede; da li je pad domaće investicione potrošnje izazvao recesiju koja je smanjila uvoz i poreske prihode, stvarajući tako suficit tekućeg bulansa ili budžetski deficit"¹⁹.

1.4 PORTFOLIO PRISTUP TEKUĆEM BILANSU

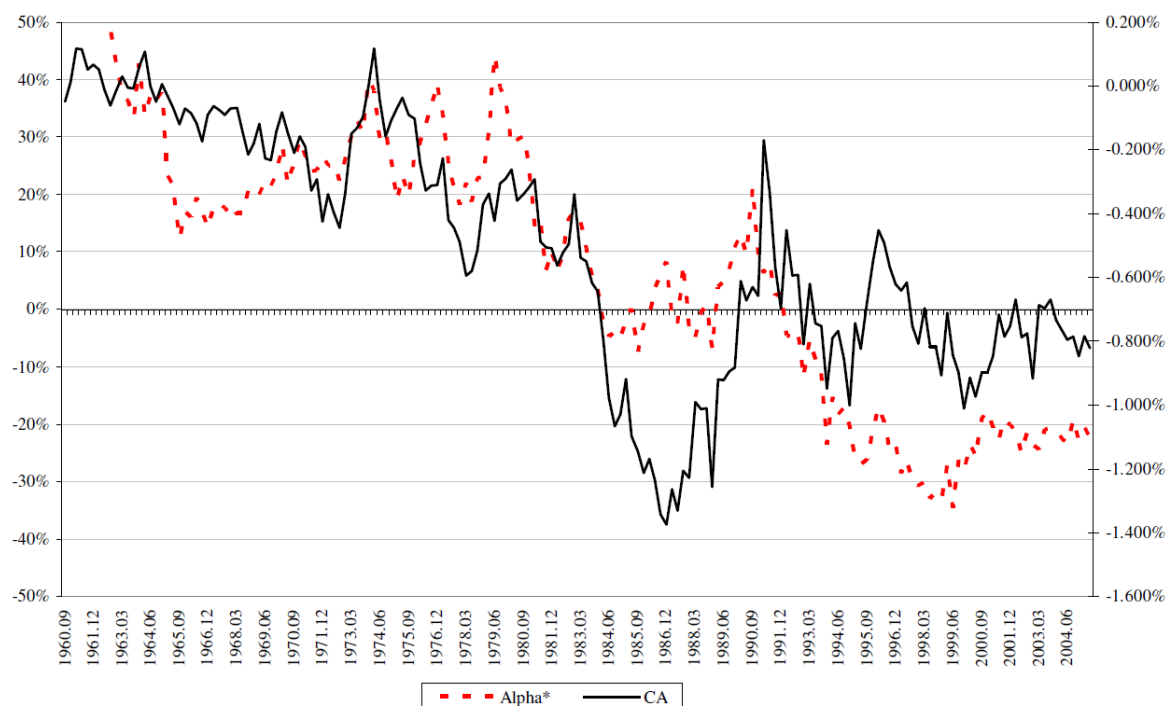
Problem tekućeg računa možemo takođe razumeti kao izbor gde locirati nacionalnu štednju ili drugim rečima portfolio problem. Mogućnosti izbora investicija u različitim periodu stoje iza portfolio rebalansa - tekući račun postaje determinanta portfolio izbora. Balans tekućeg računa postaje alokacija aktive: koji deo nacionalne štednje treba investirati u inostranstvu. Rezultati studije (A. Lowenkron, T. Didier, 2006) koji su se bazirali na vremenskim serijama aktive u SAD i Japanu (kao razlika između najvećeg net kreditora i najvećeg dužnika) pokazuje da preko 54% promena u investicijama se mogu objasniti kao portfolio izbor. Na globalnom nivou portfolio model može objasniti

¹⁸Burda, M. Viploš, Č. (2004), *Makroekonomija*, CLDS, treće izdanje, Beograd

¹⁹ danica.popović.ekof.bg.ac.rs. (pristupljeno. 2.2.2014)

u proseku oko 18% kretanja u tekućem računu²⁰. Glavni mehanizam relokacije portfolio udela u modelu je očekivana promena u premiji rizika kroz različite aktive. Na sledećem grafikonu je predpostavljen dinamični portfolio model tekućeg računa sa izračunatim investicionim mogućnostima za Japan i SAD. U empirijskoj analizi upoređene su vremenske serije optimalne raspodele bogatstva sa odgovarajućim tekućim računom. Ekonometrijski test je pokazao značajnu vezu između te dve serije.

Grafikon 1-1: Optimalni portfolio u inostranstvu i bilateralni tekući račun SAD i Japana



Izvor: Lowenkron, A., Didier, T. (2006), "Current Account as a Dynamic Portfolio Choice Problem", PUC-Rio and Banco BBM MIT

Na grafikonu je prikazano kretanje vrednosti bilateralnog tekućeg računa SAD i Japana kao i portfolio relokacija u inostranstvu za 15 godina. Predpostavljamo da se očekivani prinos na SAD obveznice povećava, dok su druge varijable nepromenjene. Prema dinamici modela investitor (Japan) će povećati portfolio udeo američkih obveznica. Jasno je da će poboljšane američke investicione mogućnosti pogoršati američki bilateralni račun. Uklapanje varijabli u definisanu teoriju po kojoj će portfolio relokacija imati suprotan predznak tekućem računu je evidentna i značajna. Ovaj grafikon pruža zanimljive dokaze o deficitu tekućeg računa SAD kroz pojačano interesovanje investitora za domaću (američku) aktivu. Značajan deo debalansa američkog tekućeg računa se pojašnjava portfolio pristupom, tj. boljim investicionim mogućnostima nego u inostranstvu. Bilo je mnogo razgovora o tome da li se iza tih tokova kapitala nalaze odluke investitora zasnovane na racionalnim očekivanjima. Jedan broj ekonomista

²⁰Lowenkron, A. & Didier, T. (2006), "Current Account as a Dynamic Portfolio Choice Problem", PUC-Rio and Banco BBM MIT

smatra da su strani investitori bili suviše optimistični u vezi sa očekivanim povraćajem na imovinu SAD.

U ekonomskoj literaturi tradicionalni modeli ne nude empirijska predviđanja tekućeg računa koji bi se slagali sa podacima. Odgovor na pitanje šta bi se desilo sa tekućim računom koji se suočava sa privremenim dohodovnim šokom se tražio u neoklasičnom intertemporalnom prilazu tekućem računom. U najjednostavnijoj verziji ovog modela za malu ekonomiju marginalna jedinica štednje će biti investirana u inostranstvo, što dalje vodi ka poboljšanju tekućeg računa. Drugim rečima tekući račun odgovara 1:1 na promene u štednji²¹. Međutim u svojoj studiji Feldstein i Horioka (M. Feldstein., C.Horioka, 1980) dolaze do zaključka da ovo pravilo nije realizovano u potpunosti jer se na primeru zemalja OECD od 1995-2005 pokazalo da postoji visoka korelacija između investicija i štednje u svakoj zemlji. Drugim rečima zemlje koj su imale visoke stope akumulacije kapitala imale su i visoke stope štednje kod kuće. Zaključak bi bio da su dobiti od intertemporalne trgovine niski. Kraay i Ventura (2000) su modifikovali intertemporalni model uvodeći investicioni rizik kao važan mehanizam u determinisanju kako se marginalna jedinica štednje koristi. Zbog investicionog rizika, dodatna jedinica štednje neće biti investirana u jednu vrstu aktive. Ukoliko je slična važnost smanjenog prinosa u domaćoj ekonomiji u poređenju sa važnošću investicionog rizika jedinica štednje će biti uložena kod kuće²².

Sličan model je nacionalno budžetsko ograničenje. Razmatranje vezano za nacionalno budžetsko ograničenje je proisteklo iz teorije koja objašnjava ne samo razmenu jednog dobra za drugo u datom vremenskom trenutku već razmenu dobara danas za dobra sutrašnjice. Takvu vrstu razmene nazivamo intertemporalnom trgovinom. Tako će zemlje koje se zadužuju na međunarodnom tržištu biti one u kojima postoje vrlo produktivne investicione mogućnosti u odnosu na trenutne kapacitete, dok će zemlje koje odobravaju pozajmice biti one kojima takve mogućnosti nisu dostupne. Ova vrste trgovine omogućava putem nesmetanog funkcionisanja tržišta kapitala da nivo domaćih investicija zemalja odstupa od domaćeg nivoa štednje. U idealnom svetu intertemporalne trgovine štednja pronalazi najproduktivnije načine upotrebe širom sveta, u isto vreme investicije nisu limitirane nivoom nacionalne štednje.

Neto štednja nacije u odnosu na ostatak sveta beleži se u tekućem bilansu. U analitičkom okviru u kome postoje samo dva perioda, i gde zemlja nema inicijalnu neto aktivu. Deficit na primarnom računom iz prvog perioda (RTB1) mora se otplatiti iz primarnog suficita iz drugog perioda (RTB2). Isto tako suficit iz prvog perioda omogućava naciji da u budućnosti poveća potrošnju iznad nivoa proizvodnje. Simbol r označava realnu kamatnu stopu:

$$PTB1 + \frac{PTB2}{1+r} = 0$$

²¹ Feldstein, M. Charles, H. (1980), "Domestic Saving and International Capital Flows", The Economic Journal, Vol. 90, No. 358

²² Aart, K. & Ventura, J. (2002), "Current Accounts in the Long and Short Run", NBER Macroeconomics Annual

„Sutrašnjica predstavlja metaforu za dugi rok, kratkoročne fluktacije se međusobno poništavaju. Primarni tekući račun mora biti takav da do kraja perioda 2 zemlja mora da otplati svoj akumulirani dug ili da potroši imovinu koju je nasledila iz perioda .”²³

Ovaj model poseduje teoretsku lepotu i može se na osnovu njega razviti ciklična teorija tekućeg računa, ali zahteva racionalno ponašanje tržišnih subjekata što nije realno očekivati u svakom trenutku. Mnoge krize nastale su zato što nije ispoštovano nacionalno budžetsko ograničenje²⁴.

1.5 FISKALNA POLITIKA I TEKUĆI RAČUN

Počinjemo ponovo od fundamentalnog makroekonomskog identiteta u otvorenoj privredi koji, kao što je već pomenuto glasi:

$$Y = C + I + G + X - M$$

Nacionalni dohodak otvorene privrede je zbir domaćih i inostranih izdataka za robu i usluge proizvedene od domaćih faktora proizvodnje. Ovakav identitet ima mnogo implikacija. Ako bilans tekućih transakcija (tekući račun) označimo sa TB onda je:

$$TB = X - M$$

Tekući račun je takođe jednak razlici između nacionalnog dohodka i potrošnje domaćih rezidenata $C + I + G$:

$$Y - (C + I + G) = TB$$

Da bismo objasnili povezanost tekućeg računa i štednje moramo definisati pojam nacionalne štednje, odnosno deo proizvoda Y , koji nije usmeren na potrošnju domaćinstva, C , niti na državnu potrošnju, G . U otvorenoj privrdi na osnovu entiteta $S = Y - C - G$ i $B = X - M$ može se preformulisati identitet GNP tako da glasi:

$$S = I + TB$$

Dakle otvorena privreda može da uštedi bilo stvaranjem kapitalnog stoka bilo sticanjem inostranog bogatstva. Sad pravimo distinkciju između odluka o štednji koje donosi privatni sektor i odluke o štednji koje donosi država. Privatna štednja je deo raspoloživog dohodka koji se štedi umesto da se troši.

²³ danica.popovic@ekofak.ni.ac.rs

²⁴ Burda, M. Vploš, Č. (2004), *Makroekonomija*, CLDS, treće izdanje, Beograd

$$S_p = Y - T - C$$

Državna štednja je:

$$S_g = T - G$$

Ova dva tipa štednje sačinjavaju nacionalnu štednju:

$$S = Y - C - G = (Y - T - C) + (T - G) = S_p + S_g$$

A pošto je $S = S_p + S_g = I + TB$, onda

$$S_p = I + TB - S_g = I + B - (T - G) = I + TB + (G - T)$$

Ova jednačina povezuje ličnu štednju sa domaćim investicijama, suficitom tekućeg računa i državnim štednjom. Za dalje tumačenje ove jednačine definisaćemo deficit državnog budžeta kao $G - T$ odnosno državni štednju sa negativnim predznakom. Preformulisanjem prethodnog entiteta dobijamo jednačinu za blizanački deficit, tj. za povezanost deficita državnog budžeta i deficita tekućeg računa:

$$TB = S_p - I - (G - T)$$

Drugim rečima, ako državni deficit poraste, a lična štednja i investicije miruju, onda će se suficit tekućeg računa smanjiti za onoliko koliko se deficit budžeta povećao. Treba imati na umu da je ovo prethodna relacija koji može biti prihvaćen samo sa validnim privrednim modelom.

Sledeća tabela pokazuje prosečni fiskalni deficit ($G - T$), bilans na računu privatnog sektora ($S - I$), i spoljnotrgovinski odnosno deficit na tekućem računu ($X - M$) kao procenat BDP u zemljama G-7 u periodu 1996-2000. i njihovu vrednost za 2001.

Tabela 1-2: Država, privatni sektor i bilans na tekućem računu kao procenat BDP u zemljama G-7, 1996-2001.

Zemlja	Državni budžet		Privatni sektor		Tekući račun	
	1996-2000 Prosek	2001	1996-2000 Prosek	2001	1996-2000 Prosek	2001
SAD	-0,1	0,6	-2,7	-4,7	-2,7	-4,1
Japan	-5,6	-6,4	7,9	8,5	2,3	2,1
Nemačka	-1,7	-2,5	1,2	1,8	-0,6	-0,7
Ujedinjeno Kraljevstvo	-0,6	1,1	-0,6	-2,9	-1,2	-1,8
Francuska	-2,6	-1,5	4,7	3,0	2,2	1,6
Italija	-2,9	-1,4	4,6	1,5	1,6	0,1
Kanada	0,5	2,8	-0,4	0,9	0,1	3,7

Izvor: OECD, "Economic Outlook" (Paris OECD), (pistupljno, decembar 2001), str. 134

Japan imao najveći budžetski deficit i najveći suficit na tekućem računu i u privatnom sektoru u periodu 1996-2001, dok su SAD imale najveći deficit u privatnom sektoru i na tekućem računu. Navedeni empirijski podaci ne pokazuju apsolutnu podudarnost i bacaju senku na apsolutnu uslovljenost deficita na tekućem računu sa budžetskim deficitom, afirmišući ga u pravilo sa mnogo izuzetaka. Ipak gore navedeni identitet je

značajan za dokazanu uzročno-posledičnu vezu između deficita u državnom budžetu, štednje privatnog sektora i deficita na tekućem računu.

Pre nego što se potpuno definišemo teoriju o blizanačkom deficitu potrebno je obratiti pažnju na privatnu štednju i investicije. "Naime pravilo rikardijanske ekvivalencije konstantuje da kada vlada snizi poreze i poveća svoj deficit, potrošači očekuju da će kasnije biti suočeni sa većim porezima da bi isplatili državni dug koji će nastati. Očekujući to, oni povećavaju svoju ličnu štednju. I suprotno, vlade koje smanje državnu potrošnju utiču na privatni sektor da povećaju potrošnju. Potrebno je dodati da ni sam Dejvid Rikardo nije verovao u ovu tezu, a osporavanja su vezana za sledeće zamerke: veza između sadašnjih deficita i budućih poreza nije predvidiva, ljudi su kratkovidi, međugeneracijski altruizam nije toliko značajan. Takođe nije sigurno da li se i u kojoj meri ljudi ponašaju u skladu sa ovom hipotezom jer su rezultati ekonometrijskih istraživanja o vezi između fiskalnog deficita i privatne štednje divergentni.

Studija MMF-a²⁵ ispituje potencijalne implikacije tekućeg računa na permanentne fiskalne stimuluse ne samo u kratkom roku već u dugom i srednjem roku. Zbog dinamike toka kapitala je potrebno i nekoliko dekada da bi se приметili efekti promena u fiskalnom deficitu. Ispitivanje je sprovedeno u adekvatnom fiskalno-monetarnom modelu. U ispitivanju se pretpostavlja da potrošači planiraju svoj budžet u veoma dugom vremenskom horizontu i po nekoliko stotina godina (ovaj fantastični vremenski okvir je zamišljen zbog mogućnosti ispunjenja rikardijanske ekvivalencije). Drugo uslov je da je kamatna stopa se nepromenljiva veličina u dugom roku. Rezultati su pokazivali da permanentno povećanje fiskalnog deficita od 1% GDP-a, ako nije praćeno fiskalnim deficitom u ostatku sveta, vodi do detorijacije tekućeg računa od 0.5% u kratkom roku, i 0.75% u dugom roku za zemlje veličine SAD-a i 1% za male ekonomije. Ranije studije su pokazivale drugačije rezultate u sličnom modelu - deficit tekućeg računa bi se povećao za 0.1% GDP-a u slučaju rezanja poreza od 0.4%, a u dugom roku efekat bi bio jednak nuli.

Druga studija²⁶ u dvofaktorskom modelu sa dve ekonomije ukazuje na divergenciju između ova dva deficita, ali ne isključuje njihovu zajednički cikličnu dinamiku. U transmisiji budžetskog deficita glavna determinanta je otvorenost ekonomije i perzistentnost fiskalnih šokova. Za dato ponavljanje fiskalnog šoka, što je zatvorenija ekonomija i duži vremenski period veći je efekat istiskivanja (*crowding out*) investicijama kao i pogoršanje tekućeg računa. Takođe odgovor spoljne trgovine u zatvorenim ekonomijama ima tendenciju da bude slabiji na šokove pojačane potrošnje. Ključni razlog je u većem padu investicija u zatvorenim ekonomijama.

Na primeru SAD u VAR modelu, za fleksibilni devizni kurs, autori studije Kim i Rubini²⁷ takođe dolaze do divergentnih rezultata pripisujući transmisionne efekte fiskalnog deficita na deficit tekućeg računa konjunktornom ciklusu. Štaviše, empirijski

²⁵ M, Kumhof. & D, Laxton. (2009), "Fiscal Deficits and Current Account Deficits", IMF/W/09/237

²⁶ G, Corsetti. G, Muller. (2005), "Twin Deficits: Squaring Theory, Evidence and Common Sense", European University Institute, University of Rome III and CEPR, Goethe University Frankfurt

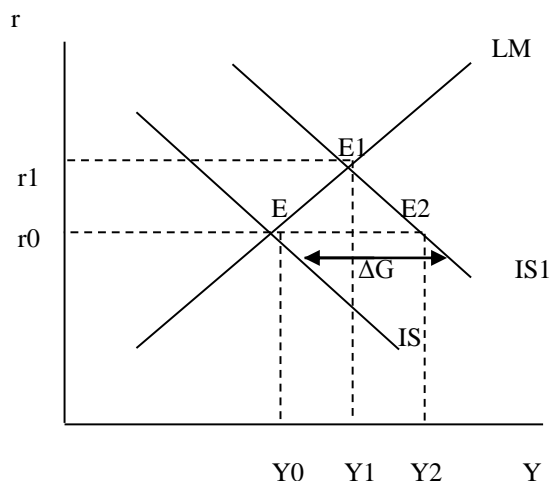
²⁷ S, Kimb. N, Roubini. (2007), "Twin Deficit or Twin Divergence? Fiscal Policy, Current Account, and Real Exchange Rate in the US", Department of Economics Stern School of Business Korea University, New York University

rezultati su pokazali da budžetski deficit poboljšava deficit tekućeg računa i depresira devizni kurs u kratkom roku. Ovi rezultati su suprotni svim teoretskim modelima. Detaljnija analiza ukazuje da su poboljšanja u tekućem računu rezultat delom rikardijanskog odgovora privatne štednje, padom domaćih investicija (ovaj efekat istiskivanja je verovatno rezultat povećanja kamatne stope), dok je realna depresijacija rezultat nominalne depresijacije. Deficit tekućeg računa je više rezultat šoka na strani autputa, dakle šokom produktivnosti navodi se u ovoj studiji.

U cilju razmatranja teoretske baze ovih deficita neophodno je obratiti pažnju na dva transmisiona kanala koji su tradicionalno u debati a to su statički i intertemporalni kanal. U Mendel-Flemingovom modelu ekspanzivna fiskalna politika podiže raspoloživi dohodak i unutrašnju tražnju i dolazi do apresijacije deviznog kursa. Eksterni deficit može biti umanjen onoliko koliko pojačana tražnja podiže kamatne stope. U prostom intertemporalnom modelu fiskalna ekspanzija koja je nije nastala smanjenjem poreza već povećanim trošenjem Vlade umanjuje resurse kojim privatni sektor može da inicira eksterni deficit"²⁸. Potrošači pozajmljuju na međunarodnom tržištu da bi izgledili potrošnju protiv fluktuacija u platama između raspoloživog prihoda i stalnog prihoda. Ovde preovladava dinamički argument koji inicira odluke o štednji i investicijama kao odgovor na endogene promene u intertemporalnoj ceni potrošnje.

U već pomenutom M-F, modelu objašnjenje *crowding out* ili efekta istiskivanja se odvija na sledeći način. Fiskalna ekspanzija podiže ravnotežni dohodak i kamatnu stopu (vidi grafikon 1-2).

Grafikon 1-2: Efekti povećanja državnih izdataka



Izvor: Dornbush, R., Fisher R. (2001), *Macroeconomics*, McGraw-Hill Higher Education, fifth edition

²⁸ Marčetić, M., Grubišić, Z. (2013), "Održivost deficita tekućeg računa Srbije na dugi rok" Ekonomski anali, Ekonomski fakultet, Subotica; Vol 49, <http://eknfak.ni.ac.rs/ekonomske teme/>

Sa nepromenjenom kamatom stopom veći nivo državne potrošnje povećava nivo agregatne tražnje. U cilju podmirivanja te tražnje autput mora da raste. Za svaki nivo kamatne stope, ravnotežni dohodak će rasti za ΔG^{29} puta povećanje državne potrošnje. Na primer ukoliko je državna potrošnja porasla za 100 jedinica, a multiplikator je 2, ravnotežni dohodak će porasti za 200 jedinica na istom nivou kamatne stope.

Ukoliko je ekonomija u inicijalnom ekvilibrijumu u tački E povećani državni izdaci pomeraju ekonomiju u tački E2 uz konstantnu kamatnu stopu. Tržište proizvoda je u ravnoteži ali tržište novca ne pronalazi ekvilibrijum u ovoj tački. Količina potrebnog novca pri povećanom proizvodu raste, a usled rasta potrebe za novcem raste i kamatna stopa. Ravnoteža tržišta proizvoda i novca je u tački E1. u ovoj tački ravnoteže proizvod opada sa Y2 na Y1 a razlog tome je što rast kamatne stope smanjuje nivo investicione potrošnje. Ovaj efekat na smanjenje investicione potrošnje nazivamo efektom istiskivanja (*crowding out*). Efekat istiskivanja se dešava kada ekspanzivna fiskalna politika dovodi do rasta kamatne stope, samim tim smanjujući privatnu i investicionu potrošnju.

Ukoliko se privreda nalazi u stanju smanjene likvidnosti (kriva LM je horizontalna), povećanje državne potrošnje ima potpuni multiplikativni efekat na povećanje dohodka. U ovom slučaju ne dolazi do povećanja kamatne stope, a stoga je i efekat istiskivanja investicija izuzet. Ukoliko je LM kriva vertikalna, fiskalna ekspanzija pomera IS krivu povećavajući kamatnu stopu, ali ne i proizvod. Državna potrošnja sada zamenjuje u potpunosti privatne investicije.

Prethodno razmatranje predpostavlja da su cene date a proizvodnja je ispod punog nivoa zaposlenosti. U ekonomijama u kojima vlada puna uposlenost kapaciteta efekat istiskivanja se potpuno drugačije manifestuje. U ovim uslovima povećanje državnih izdataka dovodi do povećanja cena. Ovakvo smanjenje ponude novca pomera LM krivu levo povećavajući kamatnu stopu do tačke čišćenja inicijalne potražnje.

U ekonomijama sa nedovoljno upošljenim kapacitetima ovaj efekat usled fiskalne ekspanzije će potpuno izostati. Predpostavlja se da će agregatna tražnja povećati dohodak, a sa povećanjem dohodka raste i nivo štednje. U ovom slučaju štednja omogućava finansiranje deficita državnog budžeta bez ugrožavanja privatnih investicija.

Treći slučaj je ekonomija vlada nezaposlenost sa mogućnošću za povećanje proizvoda. Ni u ovom slučaju neće biti zabeležen efekat istiskivanja privatnih investicija. Nosioci ekonomske politike mogu akomodirati fiskalnu ekspanziju povećanjem ponude novca u cilju sprečavanja rasta kamatne stope. Sada dolazi do pomeranja krive IS i LM u desno.

²⁹ Dornbush, R., Fisher R. (2001), *Macroeconomics*, McGraw-Hill Higher Education, fifth edition

1.6 ODRŽIVOST DEFICITA TEKUĆEG RAČUNA

Pitanje održivosti deficita tekućeg računa nije precizno definisano u ekonomskoj literaturi. Stavovi ekonomista su evoluirali od „deficit tekućeg računa je bitan“ prema „deficit tekućeg računa nije bitan ukoliko je privatni sektor izbalansiran“ do „deficit tekućeg računa može biti bitan“. 70-tih godina razvija se elastičan pristup tekućem računu i težište se prebacuje na intertemporalno ograničenje. U okvirima nacionalnog računovodstva tekući račun je jednostavno razlika između domaće štednje i investicija. Obzirom da su štednja i investicije intertemporalni fenomen (štednja u odnosu na životni vek individue; investicije u odnosu na očekivano vreme povraćaja) isto to mora da važi za tekući račun. Takav moderan model tekućeg računa razvijaju Obstfeld i Rogoff (1996), u kome je fundamentalni pokretač izjednačavanje potrošnje između perioda. Prema tom modelu, ukoliko output padne ispod svog uobičajenog nivoa, deficit tekućeg računa će biti veći. Slično, ukoliko investicije porastu iznad permanentne vrednosti, deficit tekućeg računa će rasti. Razlog je taj što će se investicije delimično pokriti iz stranih izvora finansiranja. Takođe, povećana državna potrošnja rezultira većim deficitom na tekućem računu. U slučaju zemlje neto dužnika i povećanja svetske kamatne stope, deficit se produbljuje (Miller 2002). Generalno, smatra se da je prilagođavanje tekućeg računa „mekše“ u razvijenim zemljama. Glavni razlog za ovo finije prilagođavanje je razvijeno finansijsko tržište, izgrađen institucionalni okvir, diverzifikovanija realna ekonomija i mogućnost pozajmice u domaćoj valuti.

"Današnji deficiti tekućeg bilansa su sasvim različiti od onih iz prethodnih perioda. Zemlje današnjice koje imaju deficite su uglavnom bogate zemlje. Njihove deficite ne pokreću fiskalni deficiti već odluke o privatnoj štednji i investicijama. Deficiti se obično finansiraju putem akcija, tokovima stranih direktnih investicija i državnih obveznica u sopstvenoj valuti, pre nego putem bankarskih pozajmica. Stoga se mnogi problemi, koji su recimo povezani sa latinoameričkim deficitima osamdesetih godina, ovde čine mnogo manje relevantnim. Ipak, kreatori politike i mnogi ekonomisti iskazuju svoju zabrinutost u vezi sa veličinom deficita. Da bi se to sagledalo, grubo se prikazuju dva stava: prvi je poznat kao „Losonova doktrina“ („Lawson doctrine“), nazvana po Najdželu Losonu (Nigel Lawson), ministru finansija, koja je predstavljena osamdesetih godina. Ta „doktrina“ u osnovi predstavlja preformulaciju prve teoreme blagostanja: u meri u kojoj deficiti tekućeg bilansa odražavaju odluke privatne štednje i investicija, ne postoje poremećaji i očekivanja su racionalna, tada nema razloga da vlada interveniše. Drugi stav, koji više preovlađuje, mogao bi se nazvati „opreznim“ stavom ili stavom „MMF“. Prema tom stavu, čak i da deficiti odražavaju odluke o privatnoj štednji i investicijama, poremećaji su prisutni i vode ka suviše velikim deficitima. Poželjna je intervencija vlade u cilju smanjenja ovih deficita."³⁰

Drugačije viđenje tekućeg bilansa i načine finansiranja istog predstavljaju sledeći entiteti. Tekući bilans (*TB*) sastoji se iz neto izvoza dobara i usluga (*X-M*), salda faktorskih dohodaka (razlika između dohodaka od investicija isplaćenih inostranim privrednim

³⁰ Blanchard, O. (2007), "Deficiti tekućeg bilansa u bogatim zemljama", *Panoeconomicus*, <http://scindeks-clanci.ceon.rs>

subjektima i dohodaka od investicija koji su domaći privredni subjekti primili iz inostranstva (rB) i unilateralnih transfera, kao što su doznake iz inostranstva (Tr).

$$TB = X - M - rB + Tr$$

Deficit tekućeg bilansa se finansira stranim direktnim investicijama (FDI), neto pozajmicama iz inostranstva i privatnog sektora (NFB), ili smanjivanjem deviznih rezervi zemlje (ΔNFA).

$$TB = - (FDI + NFB - \Delta NFA)$$

Deficit tekućeg bilansa može da bude rezultat nedovoljne štednje državnog ili privatnog sektora. Deficit tekućeg bilansa koji je rezultat niske domaće štednje, ima manje izgleda da bude održiv od onog koji je rezultat visoke stope domaćih investicija. Ovaj zaključak je logički proistekao iz činjenice da investicije u osnovi predstavljaju ulaganja u proizvodnju na čije ime može doći do otplate nastalih dugovanja u jednom od narednih perioda (kao što je pomenuto u poglavlju o intertemporalnoj trgovini). Za smanjenje trgovinskog deficita biće relevantna ulaganja u proizvodnju razmenljivih dobara. Ovde dotičemo krucijalno pitanje prirode deficita tekućeg bilansa. Ukoliko on zaista zadovoljava investicionu tražnju i na neki način predstavlja ulaganje u budućnost – može se smatrati opravdanim njegovo postojanje kao odraz buduće ekonomske snage privrede.

Značenje prekomernog deficita tekućeg bilansa zasniva se na odstupanju od „optimalnog” i akumulira se u vidu spoljnog duga koji mora da se otplaćuje. Međutim, deficit često odražava strukturne probleme privrede, postaje znak opasne rezultirajuće akumulacije dugova koji ne mogu uredno da se servisiraju, odraz su neadekvatne politike i strategije tranzicije. Postojani deficit dovodi do rasta kamatne stope, i rasta kamate na spoljni dug zbog konstantne akumulacije dugovanja. Ukoliko je povrh toga finansiran kratkoročnim kapitalnim tokovima konačan ishod su često valutne krize ili krize spoljnog duga. (Baharumshah i dr.³¹, 2003). U proceni održivosti neravnoteže tekućeg računa, treba isključiti uticaj slučajnih i reverzibilnih faktora i staviti akcenat na dugoročnije tendencije u bilansu plaćanja. Znači, potrebno je naći trend vrednosti stavki u bilansu plaćanja koje su podložne nestabilnosti. Odstupanje od trenda tada predstavlja privremene ili reverzibilne faktore. Ukidanjem ovih cikličnih odstupanja, dobija se osnovni bilans koji može poslužiti za ocenu održivosti tekućeg računa bilansa plaćanja, kao i procenu mogućnosti otplate stranog duga.

Na osnovu dostupne literature, održivost deficita tekućeg bilansa možemo svrstati u nekoliko definicija:

- Privreda je kao solventna ukoliko je sadašnja diskontovana vrednost budućeg spoljnotrgovinskog suficita jednaka tekućem spoljnom dugu.³² Primetno je da

³¹Baharumshah, A.Z. et al. (2003), “On the sustainability of current account deficits: evidence from four ASEAN countries”, *Journal of Asian Economics* No, 14.

³²Milesi-Ferretti, G.M., Razin, A. (1996a), “Current Account sustainability”, *Princeton Studies in International Finance*, No. 81, October.

je ova teorija naučno neprihvatljiva jer se oslanja na neizvesne buduće događaje i odluke.

- Održivim deficitom tekućeg bilansa smatra se onaj koji uz nastavljanje tekuće politike vlade i/ili postojećeg ponašanja privatnog sektora, ne vodi do „drastičnih” promena u ekonomskoj politici ili do platnobilansne (valutne) krize.
- Deficit tekućeg bilansa je održiv sve dotle dok su inostrani investitori spremni da ga finansiraju.³³ Održivost tekućeg bilansa zemlje zavisi od spremnosti investitora da joj odobravaju kredite, kao i od spremnosti zemlje da svoje dugove otplaćuje.³⁴
- Spremnost zemlje da otplaćuje dugove može da bude dovedena u pitanje čak i onda kada je ona solventna (na bazi očekivanog kretanja u trgovinskom bilansu), ali nije politički izvodljivo da se deo stvorenog proizvoda preusmeri sa domaće potrošnje na servisiranje duga. Takođe, pogoršanje odnosa spoljnog duga i GDP, i/ili obaveza po osnovu servisiranja spoljnog duga i izvoza, mogu kod kreditora da uzrokuju sumnju u vezi sa mogućnošću otplate duga.

"Može se reći da je deficit tekućeg računa održiv u onoj meri i u onim rokovima za koje poverioci veruju da je održiv. Kao takav, pojam održivosti obuhvata očekivanja budućih kretanja koja imaju implikacije na tekući račun (ekonomska politika zemlje u narednom periodu, ponašanje privatnog sektora i ostali faktori koji direktno i indirektno utiču na međunarodne odnose zemlje sa inostranstvom)".³⁵

Ocena održivosti deficita tekućeg bilansa je najčešće *ex post* ocena. Kada je u pitanju tekući bilans, gotovo opšteprihvaćeni stav je da svaki deficit koji premašuje 5% GDP predstavlja razlog za zabrinutost i da mora pažljivo da se prati³⁶. U slučaju zemalja Centralne i Istočne Evrope koje su se opredelile za fiksni devizni kurs ili valutni odbor, kao održivi deficit tekućeg bilansa određuje se onaj koji se kreće u rasponu od 5–9% GDP. '90-ih godina XX. veka neke od najozbiljnijih finansijskih i valutnih kriza u zemljama Centralne i Istočne Evrope su se desile, iako relativni odnos deficita tekućeg bilansa i GDP nije bio veliki. Možemo da zaključimo da je definisanje održivog deficita tekućeg bilansa jedno vrlo kompleksno pitanje. Budući da nema jednostavne referentne tačke za ocenjivanje održivosti deficita tekućeg bilansa, neophodno je sagledati različite kriterijume i faktore koji je determinišu.

Milesi-Ferretti, G.M., Razin, A. (1996b), "Current Account Sustainability: Selected East Asian and Latin American Experiences", NBER Working Paper 5791

Milesi-Ferretti, G.M. Razin, A. (1996c), "Sustainability of Current Account Deficits", NBER Working Paper No. 5467, February.

³³Zanghieri, P. (2004), "Current Account Dynamics in New EU Members", CEPII Working Paper, No. 2004-07.

³⁴Ibid 26

³⁵ Milenković, I., Milenković, D., Obradović, S (2009), "Održivost srpskog i hrvatskog platnobilansnog deficita i njihovog finansiranja u uslovima svetske ekonomske krize", EKONOMIJA/ECONOMICS, 16; www.rfin.com

³⁶Deficit tekućeg bilansa u Meksiku 1994. godine iznosio je 7%, a na Tajlandu 1996. godine 8%, pre početka krize.

1.6.1 METODOLOŠKI OKVIRI I PRETPOSTAVKE U ANALIZI ODRŽIVOG DEFICITA TEKUĆEG RAČUNA

Milesi-Ferretti i Razin³⁷ koriste sledeći identitet da objasne značenje intertemporalne solventnosti:

$$tb = I - i - c - g = f(r^* - \gamma - \varepsilon)$$

gde je tb – dugoročni bilans spoljnotrgovinske razmene, i – domaće investicije, c – privatna potrošnja, g – tekuća državna potrošnja i f – odnos spoljnog duga i GDP.

Prvi deo izraza odražava činjenicu da privreda mora biti u stanju postojane ravnoteže u cilju stabilizacije odnosa spoljnog duga i GDP. Drugi deo izraza ukazuje na ulogu realne stope privrednog rasta (γ), realne kamatne stope (r^*) i realnog efektivnog deviznog kursa (ε) u determinisanju tokova resursa neophodnih u cilju onemogućavanja daljeg pogoršanja odnosa spoljnog duga i GDP. Sledi da na dugi rok, potrošnja u zemlji može biti veća od dohotka samo ukoliko je zemlja neto kreditor. Neto dužnici, poput tranzicionih privreda, moraju da ostvaruju spoljnotrgovinski suficit i plaćaju kamatu na spoljni dug kako bi odnos spoljnog duga i GDP ostao nepromenjen.

K Reisen³⁸ (1998) i Edwards, Steiner i Losada³⁹ su razvili portfolio pristup tekućem bilansu. Ukoliko ciljani odnos spoljnog duga i GDP ostane nepromenjen (f^*), a ciljani nivo deviznih rezervi (FX^*) raste u skladu sa rastom izvoza (η), tada se održivi deficit tekućeg bilansa *cad* može predstaviti sledećom jednačinom:

$$cad = (\gamma + \varepsilon)f^* - [(\eta + \varepsilon - \gamma)/(1 + \gamma)]FX^*$$

Ukoliko postoji opasnost od iznenadnog prekida priliva stranih direktnih investicija održivost tekućeg bilansa možemo preračunati sledećom formulom (dugoročni realni devizni kurs konstantan $\varepsilon = 0$). Održivi primarni (nekamatonosni) tekući bilans kao procenat GDP može da se prikaže kao:

$$ca = f(r^* - \gamma) - fdi$$

gde je *fdi* - udeo neto stranih direktnih investicija u GDP.

Zbog tendencije ka realnoj aprecijaciji dinara i promena u produktivnosti (tzv. *Balassa-Samuelson efekat*) za Srbiju je optimalno primeniti Reisenovu metodologiju, baziranu

³⁷ Milesi-Ferretti, G.M. Razin, A. (1996a), "Current Account sustainability", Princeton Studies in International finance, No. 81

³⁸ Reisen, H. (1998), "Sustainable and excessive current account deficits", Working Paper No. 132, OECD Development centre.

³⁹ Edwards, S. R. Steiner F. Losada, (1996), "Capital inflows, the Real ExchangeRate and the Mexican Crisis of 1999", Sautter, H. and R. Schinke, (eds.), *Stabilization and Reform in Latin America: Where Do We Stand?*, Vervuert:Frankfurt.

na standardnom portfolio pristupu tekućem bilansu i primenjenu u cilju izračunavanja održivog deficita tekućeg bilansa na dugi rok,:

$$cad = (\gamma + \varepsilon)f^* - [(\eta + \varepsilon - \gamma)/(1 + \gamma)]FX^* + fdi^{40}$$

1.6.2 UTICAJ TRGOVINSKE LIBERALIZACIJE NA PLATNI BILANS

Ključni argument zagovornika slobodne trgovine jeste da ona omogućava svakoj zemlji da se specijalizuje za proizvodnju onih dobara u kojima može biti najkonkurentnija i od kojih može imati najviše koristi umesto da se iscrpljuje u proizvodnji svih neophodnih roba. Drugim rečima, slobodna trgovina je korisna kako za svaku zemlju ponaosob tako i za sve zemlje u celini, odnosno za svetski ekonomski sistem. "Mišljenje da je trgovinska liberalizacija neizostavno dovodi do povećanja izvoza, a time i privrednog rasta, je dominantno u poslednjih skoro dve decenije, i prihvaćeno je od strane svih multilateralnih insitucija, prvenstveno STO, ali i Svetske Banke, MMF-a, OECD-a. Međutim, postojeća iskustva zemalja u razvoju koje su sprovele trgovinsku liberalizaciju vrlo su različita, i generalno, empirijska veza između otvorenosti privrede i privrednog rasta nije ubedljiva. Ono što se čini kao osnovni uzrok ovakvog neslaganja među autorima i kotraverze u pogledu trgovinske liberalizacije, je shvatanje širine pojma liberalizacije i načina njene implementacije. I pored značajnog broja studija slučaja za različite zemlje, kao i ekonometrijskih analiza koje koriste podatke za veliki broj zemalja, još uvek postoji neslaganje o prirodi veze. Emprijske veze između "otvorenosti" privrede i njenog privrednog rasta, a time i trgovinske liberalizacije, nije ubedljiva. Iako vrlo ekstenzivna, postojeća literature nije uspela da obezbedi kategorički odgovor na pitanje da li trgovinska liberalizacija pospešuje privredni rast. Pre svega, sama definicija trgovinske liberalizacije, nije potpuno jednostavna, i koriste se najmanje različiti koncepti. Najčešće se pod trgovinskom liberalizacijom misli na eliminisanje carinskih stopa, što vraća relativne cene na onakve kako izgledaju pri slobodnoj trgovini. Međutim, u praksi se vrlo često susrećemo sa nekim drugim politikama koje dovode do smanjenja "anti-izvozne pristrasnosti" trgovinskog režima i vode ka neutralnosti u cenama. Pod neutralnošću se ovde podrazumeva da nema veštačkih podsticaja za proizvodnju proizvoda koji bi se inače uvozili. Na primer, to znači da umesto eliminisanja carina, neutralnost se može postići uvođenjem ekvivalentne izvozne subvencije." ⁴¹

"Efekat trgovinske liberalizacije na trgovinski bilans je teoretski ambivalentan bez obzira koji okvir analize platnog bilansa je primenjen. Elasticitetni pristup će imati različite efekte zavisno od promena uvoznih i izvoznih carina i cenovne elastičnosti izvoza i uvoza. Mereći platni bilans u stranoj valuti izvozni prihodi će se povećati ukoliko je cenovna elastičnost tražnje veća od jedan. Ovaj pristup nije prigodan za

⁴⁰Golubović, N. (2009), "O održivosti deficita tekućeg bilansa Srbije", zbornik radova *Tranzicija u Srbiji i globalna ekonomska kriza*, 269-86

⁴¹ Stanić, K. (2002), "Trgovinska liberalizacija i ekonomski rast – zavisnost uspeha od komplementarnih politika i prirodnih barijera", *Industrija*, vol. 30, br. 1-4, str. 13-22

analizu liberalizacije ukoliko se ne uzimaju u obzir promene cena. Ukoliko primenimo absorbcioni model efekti liberalizacije će zavisiti od uticaja realne absorbcije na realni nacionalni dohodak. U ovom slučaju redukcija izvoznih carina pomera potrošnju na domaća dobra, podižući prihod, ali redukcija uvoznih carina čini suprotno. Čak iako se realni nacionalni dohodak poveća, platni bilans se neće poboljšati ako je sklonost absorbciji veća od jedinice. Takođe su mogući direktni efekti na absorbciju. Ukoliko liberalizacija izvrši uticaj na smanjenje cena može doći do povećanja absorbcije zbog novčane iluzije, ali absorbcija će se smanjiti ukoliko dođe do redistribucije prihoda u razmenljiv sektor gde je sklonost štednji veća. Na kraju u monetarnom prilazu platnom bilansu efekat liberalizacije će zavisiti od toga koliko se realna novčana tražnja menja zajedno sa realnom ponudom. S obzirom na ovu teoretsku ambivalentnost ova tema postaje empirijsko pitanje.

U objašnjavanju uticaja liberalizacije na rast mnogi autori, kao što su recimo Rodrik (1992) i Dornbusch (1992), ističu potrebu za kredibilitetom reforme trgovinskog režima, i ukazuju na negativne konsekvence u suprotnom. Osim navedenog za pozitivan efekat trgovinske liberalizacije značajan je razvijeni finansijski sistem. Još nekoliko kočnica u adekvatnom odgovoru privrede na snižavanje carinske zaštite je manjak sredstava za finansiranje izvoza. Običaj je da se na početku trgovinske liberalizacije izvrši devalvacija domaće valute. Devalvacija je bitna u cilju izbegavanja negativnih efekata trgovinske liberalizacije na konkurentnost domaćih proizvođača, a samim tim smanjenje izvoza. Sledeća faza liberalizacije je obično zamena kvantitativnih ograničenja u carine i ukidanje svih poreza na izvoz. Tek u narednoj fazi se ide na izjednačavanje i smanjenje carina. Ovakav pristup vrlo je važan za odražavanje makroekonomske stabilnosti.

Jedna od ograničavajućih okolnosti za istraživače u ovom polju je nedostatak sistematskih podataka kojim se meri trgovinska liberalizacija. Mnoge empirijske studije su vezane za *case study* na nivou konkretne zemlje. Jedna struja relevantne empirijske literature koja pokušava da otkrije koji su uticaji liberalizacije na uvoz zemlje, generalno pronalazi pozitivnu relaciju. (vidi e.g., Melo i Vogt, 1984; Bertola i Faini, 1991; i Santos-Paulino, 2002a). Drugi deo empirijske literature se fokusira na uticaj liberalizacije na izvoz, gde su rezultati dvojaki. Dok jedne analize pokazuju da su zemlje koje su prigrlile liberalizaciju iskusile pozitivne efekte (vidi, e.g., Ahmed, 2000; Thomas et al., 1991; i Santos- Paulino, 2002b), druge nalaze malo dokaza za takvu tvrdnju (vidi, e.g., Greenaway and Sapsford, 1994; Jenkins 1996).

Za kreatore ekonomske politike uticaj liberalizacije na platni bilans je važnije pitanje. Postoje nekoliko *cross country* studija na ovu temu. Ostry i Rose (1992) su istraživali uticaj redukcije carina na trgovinski bilans koristeći različite setove podataka uglavnom iz OECD zemalja zaključivši da ne postoje jasni zaključci o uticaju liberalizacije na trgovinski bilans. Efekat zavisi od kretanja realnih plata i deviznih kurseva, stepena kapitalne mobilnosti i od toga da li je carinski šok stalni ili privremen. Što se tiče efekata na sveukupan platni bilans navedeni autori nisu našli statističku vezu. UNCTAD (1999) je naprotiv analizirajući trgovinski balans 15 zemalja u razvoju za period od 1970-1995 našao značajnu negativnu relaciju.

U studiji iz 2004. godine Santos-Paulino i Thirlwallsu proučavali uticaj trgovinske liberalizacije na izvoz, uvoz i platni bilans koristeći uzorak od 22 razvijene zemlje u periodu 1972 – 1997 godine.⁴² Pronašli su da liberalizacija stimuliše rast izvoza ali povećava uvoz još više što dovodi do pogoršanja trgovinskog bilansa. „Čista“ liberalizacija pogoršava trgovinski bilans za 2% BDP-a u proseku, uticaj na tekući bilans je manji, gruba procena je oko 0.5% BDP-a. Brži rast u liberalizovanim ekonomijama je povezan sa rastućim deficitom u trgovinskom i tekućem bilansu. Rezultati zavise i od inicijalne stope protekcionizma - negativni efekti trgovinske liberalizacije su veći u zemljama sa većom stopom zaštite. Originalno, mnogi problemi navedenih zemalja su proizilazili iz pogoršavanja odnosa razmene, smanjenja prihoda od izvoza i povećanja troškova uvoza. Važno pitanje je da li su ovi deficiti održivi i po kojoj makroekonomskoj ceni. Pravilna sekvenca ekonomske politike u slučaju liberalizacije je pitanje za debatu, ali, ključno za uspeh iste je implementacija odgovarajućeg deviznog kursa kao i prigodna fiskalna i monetarna politika.

Yi Wu i Li Zeng⁴³ u studiji na kojoj ćemo se duže zadržati, su ispitivali efekte trgovinske liberalizacije na dva uzorka od 39 i 77 zemalja u razvoju u periodu 1970-2004 i 1970-2001 respektivno. U studiji su korišćene dva seta mera liberalizacije. Prve vrste mera koje su korišćene bazirane su na dokumentovanim epizodama liberalizacije trgovine u 94 zemalja u razvoju i u daljem tekstu će se zvati Li mere po autoru studije. Ove epizode su registrovane kao kontinuirane i akumulirane redukcije carina za najmanje 35%. Takođe se uzimaju u obzir redukcije necarinskih barijera. Druge vrste mera su korišćene iz studije autora Wacziarg and Welch.⁴⁴ Države koje su zatvorene na osnovu ovih kriterijuma poseduju sledeće karakteristike: prosečna carinska stopa je 40% i više; necarinske barijere pokrivaju preko 40% trgovine; devizni kurs na crnom tržištu je depresiran za 20% u odnosu na zvaničan kurs; državni monopol na izvoz; socijalizam. Prednost ovog seta podataka je što pokriva veliki broj zemalja.

Rezultati ove studije su indikativno pokazivali da liberalizacija vodi ka većem uvozu. Štaviše veći rast vodi do povećanja učešća uvoza kao BDP racia sugerišući da je elasticitet dohodka veći od jedan. Nadalje, apresijacija deviznog kursa i poboljšanje *terms of trade* (kroz niže cene uvoza), vode ka nižem uvozu (vredonosno), sugerišući da je cenovna elastičnost manja od jedan. Uvoz zemalja u razvoju je neelastičan zbog visokog udela intermedijalnog inputa.

Što se tiče uticaja liberalizacije na izvoz rezultati su konzistentni za obe mere liberalizacije: jači rast u inostranstvu i poboljšanje odnosa razmene vodi ka većem izvozu, dok apresijacija deviznog kursa smanjuje izvoz. Krueger (1978) sugeriše da postoje dokazi da tokovi uvoza brže reaguju nego izvoz na trgovinsku liberalizaciju, izazivajući privremeni debelas u bilansu. Čak i kada postoji adekvatno prilagođavanje izvozne ponude, ono može biti sporo. Preduzetnici se vrlo često susreću sa

⁴²Santos-Paulino, A. (2004), "Trade liberalization and the balance of payments in selected developing countries", Institute of Development Studies at the University of Sussex, The Manchester School Vol 72 No. 1 1463–6786 100–118

⁴³Yi Wu, Li Zen. (2008), "The Impact of Trade Liberalization on the Trade Balance in Developing Countries", IMF, WP/08/14

⁴⁴Wacziarg, R., Horn, K. (2003), "Trade Liberalization and Growth: New Evidence", Welch, NBER Working Papers 10152, National Bureau of Economic Research

institucionalnim prepekama, kao i nedostatkom informacija, menadžerskih sposobnosti itd. potrebnih za prilagođavanje izvozne ponude⁴⁵.

Što se tiče sveukupnog uticaja trgovinske liberalizacije postoje jasne indikacije da rast BDP-a kod kuće pogoršava trgovinski bilans, dok rast BDP-a u inostranstvu poboljšava trgovinski bilans. Primenom proširene mere liberalizacije metodom Lija statistički značajna korelacija pogoršanja trgovinskog bilansa nije nađena. Primenom Wacziarg and Welch mera, liberalizacija pogoršava trgovinski bilans, ali u manjem obimu nego u ranijim studijama (Santos-Paulino and Thirwall (2004))⁴⁶.

1.7 IZNENADNI PREKID PRILIVA KAPITALA I UTICAJ NA TEKUĆI RAČUN

Širok spektar literature se bavi ovim problemom, npr. Freund (2000) analizira proces prilagođavanja u 25 industrijskih zemalja. Ispitujući epizode preokreta tekućeg računa (između 1987. i 1997.), primetio je da se preokreti dešavaju na raciju deficita tekućeg računa već od 5% BDP. Dalje, preokret je tipiziran kao znatan pad autputa i 10 do 20%, uz depresijaciju valute sa povećanjem izvoza, smanjenjem domaćih investicija, nižim nivoom budžetskog deficita i investicione pozicije.

Možemo pretpostaviti da je prilagođavanje tekućeg računa manje benigno u tranzicionim ekonomijama. Zaista, eksterno prilagođavanje u tranzicionim ekonomijama je često praćeno napuštanjem fiksnog deviznog kursa (Češka, 1997; Slovačka 1998; Poljska 2000) i u tim okolnostima je moguće predvideti opseg depresijacije valute i usporavanje BDP-a. Nesigurnost koju sa sobom nosi prilagođavanje u ovim zemljama je monetarna i fiskalna solventnost koja nosi finansijsku ranjivost. Umnogome eksterni debalansi u tranzicionim zemljama su rezultat internih makroekonomskih debalansa. Zaista, kako ekonomija raste domaća tražnja premašuje domaći proizvod šireći deficit na tekućem računu. Rastuća tražnja inducira rapidan rast kredita koji dodatno podgrejava inflaciju.

Jedan od važnih uzroka deficita bilansa plaćanja zemalja u razvoju i ujedno jako zaduženih zemalja je i beg kapitala, koji je posledica dejstva i endogenih i egzogenih faktora. U beg kapitala, prema široj definiciji, spada cela spoljna aktiva, osim deviznih rezervi, plus greške i propusti u bilansu plaćanja. Ona se izračunava tako da se od ukupnog uvoza kapitala odbije deficit bilansa tekućeg računa i povećanje rezervi.

⁴⁵ Krueger, A. (1978), "Liberalization Attempts and Consequences", The NBER Project, NBER Chapters, pages 1-11, National Bureau of Economic Research, Inc.

⁴⁶ Marčetić, M. (2011), "Uticaj trgovinske liberalizacije na platni bilans Srbije" Međunarodni naučni skup ES-NBE 2011, *Ekonomika nauka u funkciji kreiranja novog poslovnog ambijenta*, Univerzitet u Prištini, Ekonomski fakultet, str 96, <http://www.efpr.edu.rs/ES-NBE2011/ZBORNİK%201.pdf>

Posledice bega kapitala mogu biti kratkoročne prirode i to su destabilizacija kamatnih stopa, smanjivanje deviznih rezervi, smanjivanje poreske osnovice i indirektno povećanje budžetskog deficita, a time i deficita tekućeg računa. Na srednji i dugi rok, beg kapitala smanjuje moguće izvore finansiranja realnih investicija i privrednog razvoja u zemljama iz kojih beži. To povećava oskudicu deviza i stopu rasta u zemlji, kao i teškoće u otplati duga.

Rešenje problema bega kapitala treba tražiti u politici realnog deviznog kursa, realnih kamatnih stopa, uz poresku politiku koja bi destimulisala beg kapitala. Takođe, politika uspostavljanja makroekonomske ravnoteže, koja će rezultirati smanjenjem eksterne zaduženosti, vodila bi destimulaciji bega kapitala.

Još jedan sličan fenomen koji dovodi do krize tekućeg bilansa je iznenadni prekid priliva kapitala. Mnogi autori su mišljenja da u svetu velike kapitalne mobilnosti iznenadni prekid priliva kapitala može imati dalekosežne posledice po tekući račun. Potrebno je razjasniti koje su direktne veze između ova dva fenomena, iznenadnog prekida priliva kapitala i preokreta u tekućem računu. Takođe, potrebno je objasniti, u kojoj meri će ovakav sled događaja uticati na rast društvenog proizvoda i u kojoj meri je relevantan izbor režima deviznog kursa.

Preokret na tekućem računu u kratkom roku definišemo kao redukciju u deficitu tekućeg računa od 3% u toku jedne godine.⁴⁷ Dugoročni preokret se dešava u sledećim slučajevima:

- a) deficit tekućeg računa prelazi dva procenta BDP pre preokreta;
- b) deficit je redukovan najmanje dva procenta BDP (od trogodišnjeg minimuma);
- c) maksimalni deficit u tri godine posle preokreta nije veći od minimalnog deficita u tri godine pre prokreta;
- d) deficit je redukovan za ne manje od jedne trećine;⁴⁸

Iznenadni prekid priliva kapitala definišemo kao nagli i značajan prekid priliva kapitala u zemlji koja je do tog momenta evidentirala značajan volumen. Dakle iznenadni prekid bi bio redukcija priliva kapitala od 5% godišnje. Zadržaćemo se na ekonometrijskoj studiji S.Edwardsa⁴⁹ koji koristi panel podatke 157 država tokom perioda 1997-2001 godine. Procenat incidenta iznenadnog prekida je bio u 5.6% slučajeva; preokret na tekućem računu se desio u 11.8% slučajeva. Bez sumnje ova dva fenomena su blisko povezana. Ipak povezanost nije perfektna. Istorijski gledano bilo je incidenata prekida priliva kapitala bez povratne sprege prema tekućem računu. To može da govori da mnoge zemlje potežu za svojim deviznim rezervama u cilju ublažavanja potresa sa kapitalnog na tekući račun.

⁴⁷Edwards, (2001)., Melecky, (2005). Na osnovu panel podataka u 27 tranzicionih zemalja od 1992-2003 identifikovano je 68 preokreta po ovom kriterijumu.

⁴⁸Aristovnik, A. Kumar, A. (2006), "Some Characteristics Of Sharp Current Account Deficit Reversals In Transition Countries", University of Ljubljana, Faculty of Administration ,Faculty of Economics

⁴⁹ Edwards, S. (2004), "Financial Openness, Sudden Stops And Current Account Reversals", Nber Working Paper Series., Working Paper 10277, <http://www.nber.org/papers/w10277>

Ukoliko su ekonomski fundamenti države oslabljeni (visoki deficit tekućeg računa, apresirana valuta) može doći do prekida priliva kapitala. Bitan je i sastav kapitala koji ulazi u zemlju. Kapital u kome dominiraju privatni zajmovi, portfolio tokovi je podložan begu. SDI su mnogo stabilnije ili je magnituda odlaska mnogo manje dramatična⁵⁰.

Obzirom na činjenicu da je preterana kapitalna mobilnost čest uzrok kriza i može da deluje destruktivno (Stiglitz), *a priori* zaključak je da bi restrikcije kapitalnim kretanjima ublažile ovakve šokove. Rezultat navedenog ekonometrijskih modela je su da su troškovi prilagođavanja inverzni stepenu finansijske integracije. Naime, smanjen priliv kapitala dovodi do depresijacije valute koja se kroz povećanu konkurentnost brže efektira u otvorenijim ekonomijama. U državama sa manje rigidnim sistemima deviznog kursa prilagođavanje je brže i efikasnije. Fleksibilni kursevi su optimalni za absorpciju šokova ovakve prirode.

Što se tiče efekta iznenadnog prekida priliva kapitala na rast, ekonomisti se i dalje spore. Gian Maria Milesi-Ferreti and Razin (2000) tvrde da preokreti u tekućem računu nisu sistematski povezani sa usporavanjem rasta. Ipak dominantan zaključak je da preokret u tekućem računu vodi manjim investicijama i manjem rastu GDP-a⁵¹.

Fenomen iznenadnog prekida priliva kapitala je značajan za male zemlje kao što je Srbija koja je u fokusu finansijskih integracija. Zavisnost naše ekonomije od konstantnog kapitalnog priliva je evidentna a i zastrašujuća. Prethodne razmatrane studije će nam biti od velike koristi za objektivno sagledavanje preokreta na tekućem računu i sledstvenih posledica, a u periodu nakon svetske ekonomske krize.

1.8 DEFINISANJE I MERENJE RAVNOTEŽE PLATNOG BILANSA

Problem definisanja neravnoteže platnog bilansa je kontroverzno pitanje, a rešava se presecanjem platnog bilansa. Horizontalnim presecanjem platnog bilansa dobijaju se parcijalni bilansi koji pokazuju transakcije koje izazivaju i bilansi koji finansiraju neravnotežu platnog bilansa. Naravno, metodološki problem nastaje kada i gde izvršiti presecanje platnog bilansa. Ravnoteža platnog bilansa se može analizirati samo kao odnos između takvih delova. Stanje platnog bilansa zavisi od čitavog niza makroekonomskih varijabli kao što su: nacionalni dohodak u zemlji i inostranstvu, prosečne i granične stope štednje i investicija, novčane mase, faktora tražnje za novcem itd. Promena bilo koje varijable uslovljava promenu platnog bilansa. Analizom se

⁵⁰Sula, O. (2006), "Surges and Sudden Stops of Capital Flows to Emerging Markets", <http://mpr.aub.uni-muenchen.de/383/> MPRA Paper No. 383

⁵¹Edwards, S. (2002), "Does the Current Account Matter, in Preventing Currency Crises in Emerging Markets?", Sebastian Edwards and Jeffrey A. Frankel (editors), The University of Chicago Press.

pokušava utvrditi koji od ovih faktora su stvorili neravnotežu platnog bilansa i kako ga uravnotežiti. Parcijalni bilansi platnog bilansa definisani su od strane MMF i mogu biti sledeći: trgovinski bilans; bilans robe i usluga; bilans tekućih transakcija; osnovni (bazični) bilans; bilans nemonetarnih transakcija; bilans zvaničnih plaćanja. Ključno pitanje za analizu, kao što je već napomenuto, je gde izvršiti presecanje platnog bilansa, koje transakcije treba svrstati iznad crte kao transakcije koje stvaraju neravnotežu, a koje valja ubeležiti ispod crte. Iz tako dobijenih podataka *ex post* analizom se utvrđuje saznati na koji način je do neravnoteže došlo. Presecanje na trgovinski bilans je deo platnog bilansa koji objašnjava mnoge transakcije (trgovinske, transportne, osiguravajuće usluge, transakcije trgovačkog kredita), i ključni je faktor formiranja spoljnotrgovinske ravnoteže. Bilans robe i usluga je često agregiran u prethodni bilans. Ispod „crte“ kod trgovinskog bilansa ostaje bilans nerobnih transakcija i transfera, a kod bilansa robe i usluga samo bilans transfera. U tekućem bilansu evidentiraju se svi jednostrani transferi koji zajedno sa saldonom bilansa robe i usluga utiču na formiranje ukupno raspoloživih sredstava za zadovoljenje tekućih potreba zemlje. Dvostrani transferi se registruju u računu kapitala. Zanačaj ovog presecanja na tekući bilans je što ovu ravnotežu na dugi rok svaka zemlja mora obezbediti. Ovaj odnos ravnoteže ne narušava dužničko-poverilački odnos zemlje.

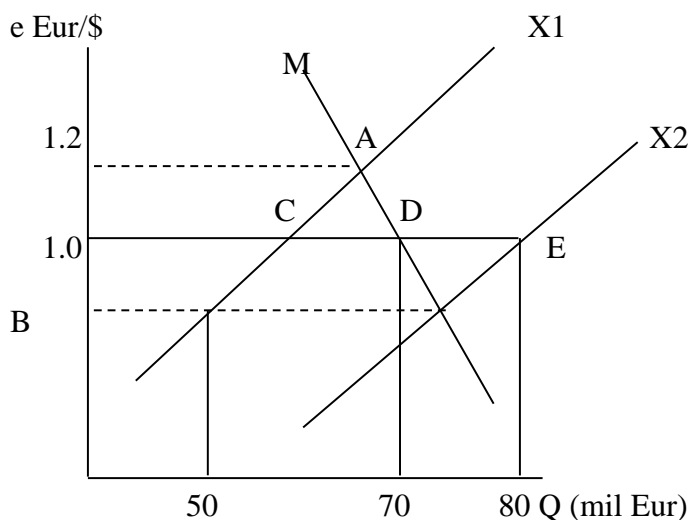
Koncept bazičnog bilansa je motivisan željom da se izvrši presecanje na autonomne i kompenzatorne transakcije. Po ovom konceptu autonomne transakcije su transakcije iz tekućeg bilansa zajedno sa kapitalnim jednostranim transferima i dugoročnim kapitalom. Kompenzatorne transakcije su kretanja kratkoročnog kapitala i monetarnih rezervi. Kretanja kratkoročnog kapitala podležu uticaju monetarne politike i zbog toga se smatraju kompenzatornim plaćanjima. Ovaj model presecanja za sobom vuče velike metodološke probleme koji proizilaze iz dvojne prirode nekih transakcija. Smatra se naime, da ponekad kretanja kapitala, koja su formalno dugoročnog karaktera, započinju u osnovi zbog kratkoročnih podsticaja kao što su razlike u kamatnim stopama, očekivanih promena deviznih kurseva. Takvoj motivaciji su podložne naročito portfolio investicije i bankarski krediti. Sa druge strane kratkoročni kapital može u osnovi da sadrži veoma stabilne elemente kao što su trgovački, robni krediti koji prate kretanja razmene robe. Takođe u tekućem bilansu može biti jednokratnih tokova kao što su jednokratni transferi. Zaključak je da bazični bilans nije podložan mehaničkoj kategorizaciji tj. jednostavnom presecanju.

Poslednji način presecanja u kompenzatorne transakcije ubraja samo kretanja deviznih rezervi - to je bilans zvaničnih, kompenzatornih plaćanja. Manjkavost ovog bilansa je što on ne sadrži devizne rezerve u posedu privatnih banaka, niti druge transakcije nemonetarnog sektora koje su preduzete u cilju uravnoteženja platnog bilansa. Na kratak rok ovaj bilans finansira saldo svih ostalih transakcija i nesumnjivo u tom slučaju veoma značajan bilans. Na srednji rok optimalno je da je bazični bilans u ravnoteži što znači da je tekući bilans finansiran prilivima dugoročnog kapitala. Bazični bilans je šezdesetih godina koristio i MMF kada su kretanja kratkoročnog kapitala postala masivna pa je postajalo sve teže ocenjivati osnovne tendencije u kretanjima platnih bilansa zemalja sveta. Na dugi rok je kao što je pomenuto bitna ravnoteža tekućeg bilansa. Ravnoteža se može posmatrati statički i dinamički. Uslov kratkoročne dinamičke ravnoteže jeste da se izvoz razlikuje od uvoza za iznos kretanja kratkoročnog

kapitala i monetarnog zlata. Uslov srednjoročne dinamičke ravnoteže je da saldo tekućeg bilansa bude jednak iznosu autonomnih dugoročnih kapitalnih transakcija.

Savremena ekonomska teorija i praksa poznaju nekoliko mera i mehanizma za uravnoteženje platnog bilansa nacionalne ekonomije. Možemo ih podeliti u dve grupe: a) uravnoteženje metodom finansiranja deficita i b) prilagođavanje platnog bilansa u cilju eliminisanja šokova. Koja će mera biti primenjena zavisi od vrste deficita, razloga neravnoteže. Ukoliko je razlog neravnoteže dublje i strukturne prirode preporučuje se prilagođavanje. Finansiranje deficita podrazumeva postojanje dovoljnog nivoa deviznih rezervi, mogućnost pristupa zemlje međunarodnom tržištu kapitala, mogućnost kreditnog zaduženja kod međubankarskih i finansijskih institucija, sposobnost zemlje da servisira dug. Finansiranje sezonskih deficita je takođe preporučljivo. Za finansiranje sezonskog deficita devizne rezerve imaju značajnu stabilizacionu funkciju što se može predstaviti sledećim grafikonom.

Grafikon 1-3: Uloga deviznih rezervi u finansiranju sezonskih deficita



Izvor: Kovač, O. (2002), *Međunarodne finansije*, Ekonomski fakultet Beograd,

Za vreme sezonskih deficita devizne rezerve se koriste za finansiranje uvoznih aktivnosti tokom smanjene izvozne ponude. Ukoliko izvoz denominiran u evrima ima sezonsko ponašanje, onda će u sezoni suficita ponuda X_2 i tražnja M deviza vršiti pritisak na apresijaciju evra, odnosno na smanjenje kursa dolara prema evru. U sezoni deficita X_1 smanjena ponuda deviza će se odraziti na konstantnu tražnju M i vršiti pritisak na depresijaciju evra u korist dolara odnosno trebaće umesto 0.8 evra za dolar 1.2 evra za dolar. Zbog ovih oscilacija monetarne vlasti bi trebalo da otkupe dolare u slučaju veće ponude od DE , pa bi u slučaju smanjene ponude deviza količinu SD prodale. Slična argumentacija važi u slučaju finansiranja reverzibilnih deficita koji su uslovljeni različitim položajem ekonomije uslovljenog privrednim ciklusima. Deficiti za koje se prema ekonomskoj teoriji ne preporučuje finansiranje je kada neravnoteža ima fundamentalan karakter. Fundamentalna neravnoteža platnog bilansa definiše se kao neravnoteža takvih razmera i tolikog trajanja da odražavanje zadovoljavajućeg nivoa

zaposlenosti, cena i uravnoteženog platnog bilansa ne može uspeti bez prilagođavanja deviznog kursa ili devizne kontrole. O. Kovač definiše fundamentalnu neravnotežu kao onaj tip neravnoteže kada postoji nesklad između proizvodnih fondova i efektivne tražnje i kada se na bazi toga pokreće inflaciona spirala cena, depresijacija kursa, rasta kamata, plata, troškova proizvodnje, dalji rast cena.

1.8.1 NERAVNOTEŽA PLATNOG BILANSA – UZROCI I POSLEDICE

Opšteprihvaćeni je stav da mere za uravnoteženje platnog bilans treba prihvatati prema uzrocima neravnoteže. Platnobilansni deficiti međusobno se razlikuju po:

- a) uzrocima njihovog nastajanja,
- b) načinu njihovog ispoljavanja,
- c) prema stanju unutrašnje ekonomske ravnoteže u vremenu njihove pojave, i
- d) po vremenskom trajanju⁵².

Po uzrocima neravnoteže razikujemo deficite izazvane monetarnim faktorima i one koji nastaju iz strukturnih razloga. Po načinu ispoljavanja deficit može imati karakter jednokratne promene fonda (zbog izmena u preferencijama držalaca hartije od vrednosti u korist deviza, a na štetu domaćih hartija od vrednosti) ili karakter toka koji se javlja kao kontinuirani proces agregatnog trošenja većeg od domaće novostvorene vrednosti.

Po načinu ispoljavanja deficit može biti jednokratne prirode izazvan dejstvom nekog izvanrednog ekonomskog i vanekonomskog faktora. Može biti i kratkoročnog karaktera koji se pojavljuju u pojedinim fazama konjuktornog procesa. Trajni poremećaji su ozbiljniji i po uzrocima koji ih opredeljuju dele se na realne (strukturne) i monetarne.

Neravnotežu platnog bilansa opredeljujemo kao stvarnu i potencijalnu. Stvarna neravnoteža platnog bilansa nastaje kada zemlja u cilju otklanjanja neravnoteže vrši uravnoteženje kretanjem deviznih rezervi, odnosno svetskog novca, unilateralnim transferima, ili zaduživanjem u inostranstvu putem kratkoročnih i srenjoročnih kredita⁵³. Potencijalna neravnoteža je ono stanje platnog bilansa kada postoji mogućnost stvaranja eksterne neravnoteže ako zemlja ne bi preduzela mere i mehanizme za otklanjanje istog.

Makroekonomska neravnoteža u zemlji može biti uslovljena greškama u makroekonomskoj politici, što je endogeni ili interni faktor neravnoteže, ali može biti uzrokovana i egzogenim promjenama uslova na svetskom tržištu, odnosno eksternim faktorima⁵⁴.

⁵²Kovač, O. (2002), *Spoljnoekonomska ravnoteža i privredni rast*, CID, Beograd

⁵³ Ćirović, M. (1980), *Teorija uravnoteženja platnog bilansa*, Savremena administracija, Beograd

⁵⁴ Babić, M. (1980), *Analiza uvozne zavisnosti jugoslovenske privrede*, CIP, Zagreb

Interni ili endogeni faktori neravnoteže bilansa plaćanja su uslovljeni su greškama u vođenju ekonomske politike zemlje, naročito razvojne politike. U endogene faktore možemo nabrojati prekomernu potrošnju, politiku negativnih kamatnih stopa, politiku precenjenog kursa. Lična prekomerna potrošnja prejudicira pogoršanje u trgovinskom bilansu. Ukoliko govorimo o velikoj investicionoj potrošnji, podrazumeva se niska štednja kod kuće, i finansiranje te štednje u inostranstvu preko deficita na tekućem računu. Niske kamatne stope uslovljavaju priliv kapitala, rast investicija, smanjenu štednju i posledično deficit na tekućem računu. Ukoliko se u toj situaciji doda precenjeni devizni kurs i tehnološki zavisna privreda, kroz uvoz opreme biće još jednom opterećen trgovinski bilans. Pri vođenju ekspanzivne razvojne politike treba voditi računa da efikasnost investicija bude jednaka kamati na pozajmljena sredstva.

Na eksterne ili egzogene faktore, nije moguće uticati i tu možemo nabrojati:

- a) Pogoršanje uslova razmene na međunarodnom tržištu (npr: naftni šokovi).
- b) Rast tražnje iz inostranstva za pojedinim proizvodima zemlje u razvoju
- c) Kretanje kamatnih stopa na međunarodnom tržištu kapitala;
- d) Ostali ekonomski i politički razlozi eksternog karaktera⁵⁵.

1.8.2 REALNI FAKTORI NERAVNOTEŽE PLATNOG BILANSA

Strukturni faktori neravnoteže bilansa plaćanja su dugoročnog karaktera. U strukturne razloge neravnoteže bilansa plaćanja spadaju razlike u stopama rasta u zemlji i inostranstvu, različiti tempo tehnološkog progresa, promena raspoloživih faktora proizvodnje promena ukusa potrošača, promena institucionalnog okvira spoljne trgovine,. Ovaj tip neravnoteže može biti latentan i zahteva odlučne mere u cilju eliminisanja strukturne neusklađenosti. Drugi uzroci ove neravnoteže može biti ciklična i krizna neravnoteža. Druga podela faktora neravnoteže bilansa plaćanja je njihovo grupisanje na ciklične uzroke.

Ciklični faktori neravnoteže bilansa plaćanja su kratkotrajnog karaktera. Ciklična neravnoteža nastaje zato što u različitim zemljama privredni ciklusi imaju različito trajanje ili zbog činjenice da su elasticiteti uvozne tražnje u odnosu na dohodak različiti. Posmatrajući finansijski i kapitalni, kao drugi dio bilansa plaćanja, brojni ciklični faktori, kao što su razlike u kamatnim stopama, nestabilna politička situacija u zemlji i sl. utiču na kretanje kapitala, a time i na ravnotežu bilansa plaćanja, kao i faktori sezonskog karaktera.

Objašnjenje realnih uzroka neravnoteže platnog bilansa nalazimo u zahtevu za privrednim rastom. Vezu između stope rasta i spoljne ravnoteže posmatramo u sklopu ravnotežnog rasta u otvorenoj privredi. Dinamično, i nad dugi rok gledano, stopa rasta

⁵⁵ Babić, M. (1996), *Makroekonomija*, CIP, Zagreb

Babić, M., Babić A. (2000), *Međunarodna ekonomija*, CIP, Zagreb

ne može dugo da nadmašuje rast proizvodnog potencijala. Faktore formiranja proizvodnog potencijala čine rast stanovništva, akumulacija kapitala i tehnički progres. Ukoliko rast stanovništva nije problem za postizanje visoke stope rasta potrebno je narušiti eksternu neravnotežu. Na osnovu Harrod-Domarovog modela za otvorenu privredu da bi proizvodni kapacitet bio potpuno zaposlen, mora postojati ravnotežna stopa rasta, investicija i nacionalnog dohodka. Uslov opšte privredne ravnoteže jeste da na dugi rok stope rasta proizvodnog potencijala i efektivne tražnje budu jednake. Samo u tim uslovima bi se realni društveni proizvod povećao bez inflacije i hronične spoljne neravnoteže. Ukoliko bi tražnja rasla brže od ponude, nominalni društveni proizvod rastao bi brže od realnog, što postaje uzrok inflacije ali i deficita platnog bilansa, jer visoka nominalna tražnja povećava uvoz. Ne postoji stroga klasifikacija stanja platnog bilansa u pojedinim fazama privrednog razvoja, ali postoji statistički signifikantna korelacija između platnobilansnih deficita i nivoa per capita društvenog dohodka. Spoljna trgovina povećava svoju ulogu u periodu kada se zemlja prvi put otvara i dok se te transformacije dešavaju trgovinski bilans je negativan. Ima razloga međutim da se veruje da zemljama u razvoju glavni problem predstavlja prilagođavanje strukture svoje spoljnotrgovinske razmene nastalim promenama u strukturi tražnje na svetskim tržištima. Finansiranje proizvodnog potencijala zaduživanjem u inostranstvu ne može trajati dugo. Pritisak duga postaje kočnica privrednog rasta u slučajevima kada kapacitet izvozne ponude bude ispod racia učešća službe duga u deviznom prilivu. Ukoliko pak privredni rast omogući veću stopu izvozne tražnje u odnosu na stopu otplate duga privreda postaje kreditno sposobna i interesantan teren za privlačenje inostranog kapitala jer je stopa efektuiranja investicija veća. Naročiti značaj imaju strane direktne investicije kao nedugovna aktiva. Da bi platni bilans igrao pozitivnu ulogu u privrednom rastu neophodno je:⁵⁶

- U prvoj fazi stopa rasta investicija mora biti veća od planirane stope domaćeg proizvoda, zatim da bude na dovoljnom nivou za održanje planirane stope rasta.
- Granična stopa akumulacije mora biti veća od stope rasta društvenog proizvoda,
- Stopa rasta izvoza mora biti veća od stope rasta domaćeg proizvoda, ili pak da granična stopa uvoza bude znatno manja od prosečne stope uvoza.

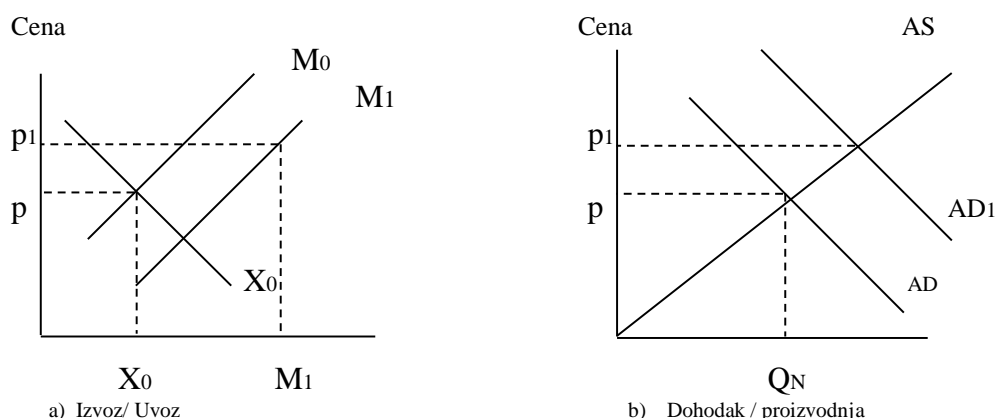
1.8.3 MONETARNI FAKTORI NERAVNOTEŽE

Jasnu distinkciju između realnih i monetarnih faktora neravnoteže platnog bilansa je teško napraviti pogotovu ako se složimo sa činjenicom da se svaki deficit na kraju mora realizovati kao monetarni fenomen. Paradoksalno je to što bez primene monetarnog mehanizma ne može doći do uravnoteženja platnog bilansa (samo u slučaju dugotrajne strukturne neravnoteže primenjuje se politika koja zahteva relokaciju resursa i proizvodnje), a u isto vreme upravo primena monetarne i fiskalne politike u cilju postizanja pune zaposlenosti deluje ograničavajuće na ispunjenje automatskog mehanizma uravnoteženja platnog bilansa pa čak dovodi do pogoršanja deficita.

⁵⁶Kovač, O. (2002), *Međunarodne finansije*, Ekonomski fakultet Beograd

Monetarni uzrok nastanka platnobilansne neravnoteže nastaje kada je ubrzani ekonomski rast praćen pojavom inflacije. Platnobilansni deficit uglavnom bude uzrokovan diskrapencijom između agregatne ponude i potražnje. Ukoliko u jednoj zemlji cene rastu brže nego u drugoj, ta zemlja će se suočavati sa platnobilansnim teškoćama. Ako je rast neke zemlje posledica porasta produktivnosti, opšti nivo cena te zemlje bi trebalo da se snizi u odnosu na zemlju koja se sporije razvija što bi poboljšalo platni bilans (ovo pravilo važi samo ako je zbir cenovnih elasticiteta veći od jedinice). Neravnoteža platnog bilansa usled inflatornih kretanja nastaje u slučajevima kada je ukupno trošenje veće od nacionalnog dohotka. U novije vrijeme zapaža se da poremećaji u platnim bilansima mnogih zemalja imaju svoj koren upravo u inflatornim procesima u zemlji, tj. ukoliko je domaća inflacija veća od inostrane. Platnobilansne probleme po pravilu ne izaziva uvezena već domaća inflacija. Efikasno rešenje za lečenje ove vrste neravnoteže svodi se na dezinflaciju, tj. na otklanjanje uzroka inflacije - svođenjem efektivne tražnje na nivo ostvarenog dohotka. Proces regulisanja agregatne tražnje objašnjen je sledećim dijagramima.

Grafikon 1-4: Neravnoteža platnog bilansa usled inflatornih kretanja



Izvor: Kovačević, R. (2006), "Mogućnosti i ograničenja porasta izvoza kao faktora platnog bilansa Srbije" *Bibliid*, Vol. LVIII, br. 4

Kada kriva agregatne ponude AS seče krivu agregatne tražnje AD1 na grafikonu pod b), privreda se nalazi u inflatornoj situaciji s obzirom da se nalazi ispod nivoa potencijalnog dohotka Q_n . Ako je u ovom slučaju uvoz veći od izvoza odnosno kriva M1 leži desno od krive uvoza X_0 , pri nivou cena od p_1 privreda će imati trgovinski deficit. Sprovedenjem politike smanjenja potrošnje doći će do uspostavljanja spoljne i unutrašnje ravnoteže. Ovakva politika pomera krivu agregatne tražnje na AD, smanjuje nivo GDP-a i smanjuje nivo cena na p . Smanjenje dohotka prouzrokovano smanjenjem tražnje omogućava povećanje izvoza, dok uvoz opada sa M1 na M0. Moguć je i drugi slučaj koji se naziva inflatorni suficit, veoma retko se sreće u praksi, a obrađuje se na isti način kao prethodni scenario.

Inflaciju može izazvati centralna banka prevelikom emisijom kredita ali se uzrok može naći i u budžetskom deficitu. Takva inflacija izazvana visokom tražnjom pod dejstvom fiskalne monetarne politike izaziva neravnotežu u platnom bilansu iniciranu promenama u dohodku. U suzbijanju ovako ekcesivne tražnje potrebno je držati novčanu masu pod kontrolom, drugim rečima u skladu sa rastom društvenog proizvoda. Druga mogućnost je preusmeravanje monetarno inicirane tražnje na domaće proizvode. Inflacija troškova proizvodnje smanjenjem konkurentnosti izvoza direktno utiče na pogoršanje platnog bilansa. S obzirom da je empirijski dokazano da nadnice rastu brže od produktivnosti u ovom slučaju se lako pokreće inflaciona spirala.

Iako je moguće pokrenuti rast monetarnom ekspanzijom koja do određenog momenta neće izazvati prekomerni rast cena niti platnobilansni deficit sa ovakvim finansiranjem investicija treba nastupati oprezno jer za dugoročni razvoj potrebna je monetarna stabilnost. Svaka greška može dovesti do kumulacije troškova i nekontrolisanog rasta cena. Na kraju možemo zaključiti da inflacija otežava proces platnobilansnog uravnoteženja.

1.8.4 PAZOS - SIMONSENOV MEHANIZAM

„Lenjin je zasigurno bio u pravu. Ne postoji profinjenije, sigurnije sredstvo za podrivanje postojeće društvene osnove od obezvređivanja novca“.

Keynes

Konflikti unutrašnje i spoljašnje ravnoteže lako se mogu uočiti objašnjenjem Pazos-Simonsenovog⁵⁷ mehanizma. U ovoj teoriji ključni uzročnik inflacije je platnobilansni šok⁵⁸ koji inicijalno inicira sekvencu rasta deviznog kursa i cena što kao posledicu može uvesti zemlju u zonu hiperinflacije. Šok platnog bilansa nastaje u vrlo kratkom periodu i dovodi do naglog rasta deficita, rasta spoljne zaduženosti, ili brzog osipanja deviznih rezervi i rasta budžetskog deficita. U ovom slučaju neophodna je trenutna intervencija kreatora ekonomske politike. Prvi kratkoročan odgovor je prilagođavanje deviznog kursa, tj. njegova devalvacija u cilju rasta izvoza i deviznih rezervi. Devalvacija za sobom povlači rast uvoznih cena, zatim domaćih, kao i stope inflacije. U ovoj teoriji monetarna politika igra pasivnu - akomodirajuću ulogu i prati rast kursa i cena. Time se stvara začarani krug: devizni kurs → inflacija → rast ponude novca što u narednoj iteraciji zahteva novu devalvaciju i tako se mehanizam ponavlja dok stopa inflacije akcelerira.

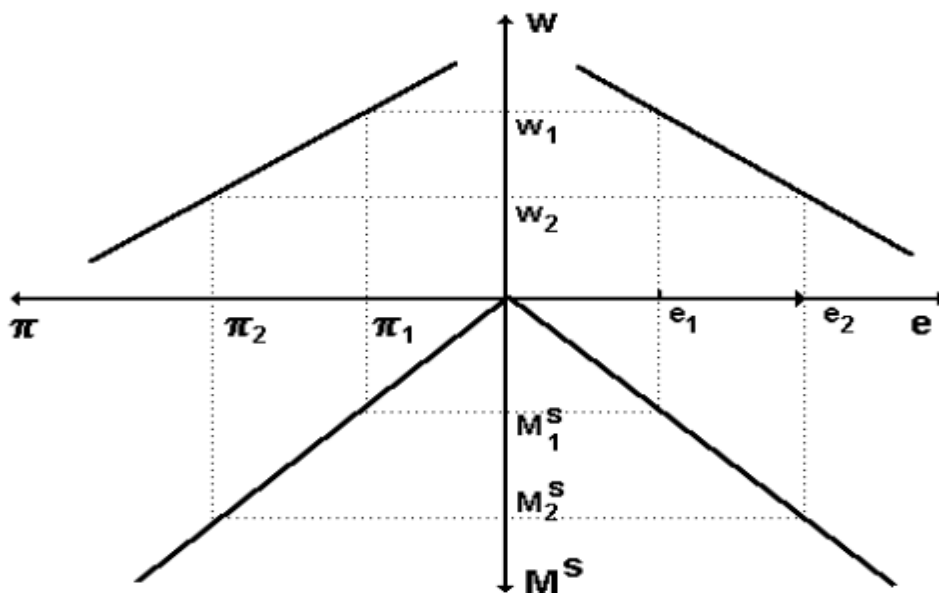
Ekonomska teorija je dokazala da u uslovima visoke inflacije i akomodacione monetarne politika devalvacija ne može da popravi platni bilans. Na osnovu sledećeg

⁵⁷ Pazos, F. (1972), "Chronic Inflation in Latin America", Praeger, Njujork, M. E. Simonsen, Current Theory and the Brazilian Experience

⁵⁸ Šok platnog bilansa može nastati zbog pogoršanja odnosa razmene, rasta troškova otplate spoljnog duga po osnovu rasta kamata na svetskom tržištu, sankcija međunarodne zajednice (SRJ 1992), naglog odliva kapitala, špekulativnih aktivnosti, itd.

grafičkog prikaza može se konstantovati sledeća sekvenca: depresijacija domaće valute - pad realnih nadnica - rast nominalnih nadnica - rast inflacije - rast ponude novca.

Grafikon 1-5: Prilagodavanje realnih nadnica, cena, deviznog kursa i ponude novca



Izvor: Pazos, F. (1972), “Chronic Inflation in Latin America”, Praeger, Njujork, M. E. Simonsen, Current Theory and the Brazilian Experience

Rast deviznog kursa sa e_1 na e_2 izaziva pad realnih nadnica sa W_1 na W_2 , radnici se opiru padu realnih zarada, dolazi do rasta nominalnih nadnica koji se ugrađuju u cenu, inflacija raste sa p_1 na p_2 , implicitno dolazi do rasta ponude novca sa M_{s1} na M_{s2} . Depresijacija direktno izaziva rast ponude novca. U svakoj narednoj iteraciji (budući da je reč o odloženoj indeksaciji⁵⁹) uslediće novi rast realnih nadnica i sekvenca se ponavlja na sve višem i višem nivou (misli se na skraćivanje roka indeksacije najamnina sa godinu dana na šest meseci, zatim tri meseca itd). Ovaj mehanizam deluje nezavisno od sekvence: budžetski deficit – stopa inflacije – rast novčane mase tj. Olivera-Tanzi efekta, koji dodatno ubrzava inflaciju i može se javiti kao nezavistan uzročnik visoke inflacije. Ovaj efekat pokazuje da inflatorni prihod raste samo do određene granice i posle opada, tim pre ukoliko je inflacija veća. Konkretno sa rastom inflacije stvarni prikupljeni porez manji je od maksimalnog.

⁵⁹ Indeksacija predstavlja institucionalan mehanizam fiksiranja i očuvanja i zaštite realnih vrednosti ekonomskih veličina od dejstva nominalnih veličina (cena). Predmet indeksacije su: najamnine, devizni kurs, porezi, obveznice. Prilikom indeksacije se podešavaju minimalne veličine u cilju očuvanja realnih vrednosti. Naročito je izražena kod zemalja sa hroničnom inflacijom gde su stvoreni mehanizmi života sa inflacijom i minimiziranje njenih efekata. Iako po pravilu nastaje kao posledica inflacije deluje i kao uzrok njenog rasta i ubrzanja. Za neke ekonomiste (Fridman (1974) i Giersh (1974)) indeksacija nadnica ima stabilizirajući efekat na privredu.

1.9 MEHANIZMI I POLITIKA PRILAGODAVANJA PLATNOG BILANSA

Politika uravnoteženja platnog bilansa je podsistem u sistemu ekonomske politike sa kojim deli većinu instrumenata. Moguće je ostvariti ciljeve unutrašnje i spoljašnje ravnoteže ukoliko postoji mogućnost adekvatne upotrebe i kombinacije isto toliko instrumenata koji su međusobno nezavisni i na različite načine utiču na pojedine ciljeve (J.Tinbergen). U najvećem delu Maed-ovog modela domaća i eksterna ravnoteža se simultano održavaju na taj način što finansijska politika (monetarna, fiskalna) odgovara za održanje domaće ravnoteže, dok se redistributivna politika koristi za održanje eksterne ravnoteže. U slučaju deficita platnog bilansa alternative uravnoteženja su: deflatorska monetarna i fiskalna politika, devalvacija, ograničenja uvoza robe i usluga, odliva kapitala, subvencionisanje izvoza, stimulacija priliva inostranog kapitala, ograničenje raspolaganjem deviza, ali i finansiranje. Stvari se komplikuju ukoliko nam je poznata činjenica sa su redistributivni metodi ne smeju da se koriste za održanje ravnoteže. "Restriktivna politika koja ima zadatak smanjenje agregatne tražnje imaće efekta sve dok je direktni efekat smanjenja uvoza zbog restrikcije tražnje veći od indirektnog podsticaja povećanju uvoza do čega dolazi usled smanjenja domaće proizvodnje"⁶⁰. Restrikcija tražnje u korist domaćih dobara izaziva povećanje domaće proizvodnje sve dok je marginalna sklonost potrošnji manja od jedinice (tako se potrošnja povećava sporije od dohodka). Takođe je neophodno znati da redistributivna politika ne može imati efekte nezavisno od restriktivne politike. Pri punoj zaposlenosti smanjenje ponude iz uvoza pokreće inflatorne pritiske ukoliko se ne primenjuje paralelna politika restrikcije. Paralelna politika redistribucije u slučaju restriktivne politike pomaže da ne dođe do nezaposlenosti.

Deficit je moguće finansirati i opravdan je samo ukoliko se omogućava prebrođavanje uskih grla u proizvodnji. Takođe finansiranje u povoljnim slučajevima omogućava brži rast nego što bi bilo moguće samo na osnovu domaće akumulacije. Postoje tri načina finansiranja neravnoteže bilansa plaćanja:

- Tokovi finansiranja koji ne stvaraju dug;
- Promene obaveza po osnovu rezervi;
- Zaduživanje u inostranstvu.

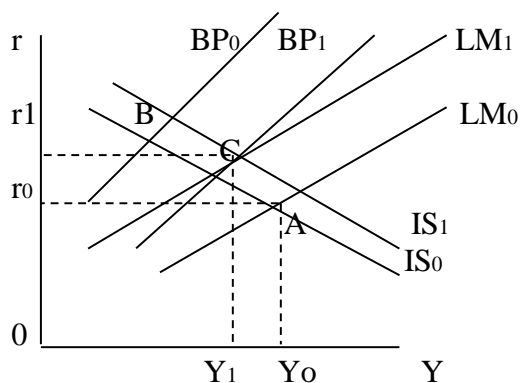
Pri tome način finansiranja (kretanjem deviznih rezervi, kratkoročnog kapitala ili uvozom dugoročnog inostranog kapitala) nije sporan, već su sporni motivi finansiranja.

Iz svega dosada rečeno proizilazi da je politika uravnoteženja platnog bilansa neophodna i nužna. Koje će se mere ekonomske politike zemlja upotrebiti u cilju postizanja ravnoteže spoljnih računa zavisi od mnogo faktora, kao i od vrste

⁶⁰ Marčetić, M. (2011), "Uticaj trgovinske liberalizacije na platni bilans Srbije" Međunarodni naučni skup ES-NBE 2011, *Ekonomika nauka u funkciji kreiranja novog poslovnog ambijenta*, Univerzitet u Prištini, Ekonomski fakultet, str 96, <http://www.efpr.edu.rs/ES-NBE2011/ZBORNIC%201.pdf>

spoljnotrgovinske ravnoteže. Ukoliko simultano predstavimo sve tri krive koje definišu ravnotežu u monetarnom, realnom i sektoru ekonomskih odnosa imamo sledeću situaciju:

Grafikon 1-6: Ravnoteža u otvorenoj privredi uz prilagodavanje kamatnih stopa



Izvor: Babić, M., A.Babić,A. (2000), *Međunarodna ekonomija*, peto izdanje, Mate, Zagreb

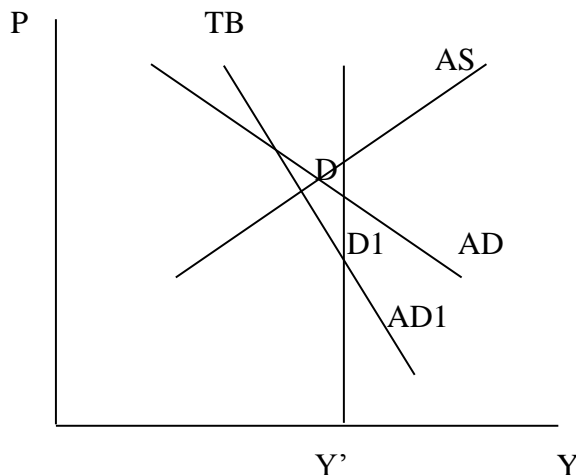
Unutrašnja ravnoteža je u tački A (r_0 , Y_0), koja se nalazi u području deficita platnog bilansa, platnobilansna ravnoteža je u tački B. Ukoliko se platnobilansna ravnoteža uspostavi merama monetarne politike doći će do pomeranja krive LM_0 u LM_1 . Smanjenje novčane mase dovodi do smanjenja društvenog proizvoda Y i povećanje nezaposlenosti, što sa stanovišta socijalnih troškova nije dobra varijanta. Ako nosioci ekonomske politike žele postići ravnotežu u tački C, domaći proizvod smanjuje sa Y_0 na Y_1 , što nije toliko negativno jer dolazi do relativnog većeg porasta kamatne stope (r_0-r_1). Kako se ova politika uravnoteženja može promeniti. Pomeranjem krive platnog bilansa sa BP_0 na BP_1 , IS na IS_1 , LM_0 na LM_1 . Kriva platnog bilansa se može pomeriti devalvacijom pod uslovima povoljnog elasticiteta dovodi do dekompozicije potrošnje sa uvoznih ka domaćim dobrima i prekompozicije ponude od domaćih tržišta ka izvozu. Deviznom i poreskom politikom učiniti da uvoz kapitala bude veći od izvoza čime se kapitalni bilans popravlja. Povećanjem komponente fiskalne potrošnje moguće je IS pomeriti na IS_1 . Kriva LM se pomera restriktivnom monetarnom politikom. Ukoliko dođe do povećanja autonomne potrošnje pri datoj novčanoj ponudi povećaće se domaći proizvod ali i kamatna stopa. Povećanjem dohodka povećaće se i uvoz, povećanjem kamatne stope se odražava na priliv stranog kapitala. Jačina ovih efekata zavisice od nagiba krivih BP i LM, odnosno od njihovih elastičnosti.

Opisana kombinacija monetarne i fiskalne politike može da se primenjuje samo u razvijenim tržišnim privredama gde međunarodne transakcije igraju značajnu ulogu i gde je kretanje kapitala motivisano razlikama u kamatnim stopama. Pored toga često postoje politički razlozi koji ometaju sprovođenje ovih politika. Najzad uloga fiskalne i monetarne politike često ne vodi suštinskom prilagođavanju već samo korekciji salda platnog bilansa. Ova stabilizacija može biti ekvivalentna finansiranju. Za suštinsku eliminaciju deficita potrebno je izvršiti realokaciju resursa u nacionalnoj privredi, promene u strukturi proizvodnje i lestvici komparativnih troškova, izmene u strukturi uvoza i izvoza. Na dugi rok samo smisljena politika dugoročnog razvoja može imati pozitivne efekte na platni bilans.

1.10 AUTOMATSKI MEHANIZAM PRILAGOĐAVANJA

Okosnica analize mehanizma prilagođavanja pri fiksnom deviznom kursu poslužiće mehanizam kretanja cena i zlatnika (*price-specie-flow* mehanizam) koji je detaljnije obrađen u okviru druge glave (Hjumov mehanizam prilagođavanja platnog bilansa). U ekonomiji vladaju automatske tendencije koje vode privredu ka punoj zaposlenosti bez inflacije (npr. rast nezaposlenosti smanjuje zarade i automatski vodi ka punoj zaposlenosti). Prilagođavanje zasniva na promeni domaćih cena u zemljama koje imaju neravnotežu. Za vreme zlatnog standarda zemlje se nisu koristile monetarnom politikom osim kreditnih ekspanzija i restrikcija pri platnobilansnom deficitu ili suficitu respektivno. Na sledećem primeru analiziramo zemlju koja sterilizuje efekte izazvane deficitom ili suficitom na ponudu novca u režimu fiksnog kursa.

Grafikon 1-7: Ravnoteža u otvorenoj privredi uz prilagođavanje cena



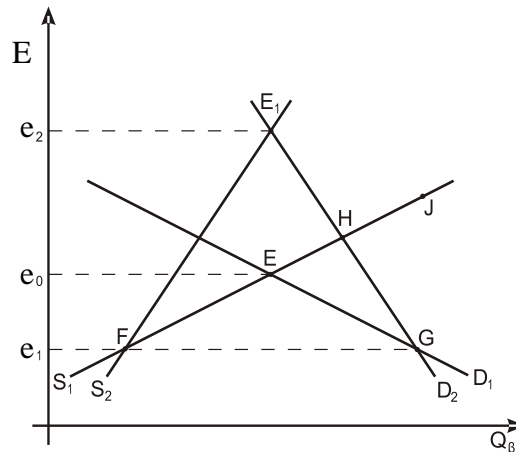
Izvor: Dornbush, R, Fisher, S. (1994)

Na slici makroekonomska ravnoteža se ostvaruje u tački D. Kada dodje do platnobilansnog deficita, tražnja za devizama rasteje pa centralna banka vrši sterilizaciju da bi sprečila depresijaciju. Ovaj proces dovodi do nezaposlenosti, a dalje i ka padu nadnica i troškova, što će se odraziti na pomeranje na dole krive AS. U tački (D1) zemlja je uspela da se uspešno (i automatski) prilagodi na inicijalni platnobilansni deficit: postigla je ravnotežu trgovinskog bilansa zajedno sa punom zaposlenošću. Zaključak je da je platnobilansni deficit, u ovim uslovima, delovao deflatorsno. Zemlja je postigla ravnotežu uz pogoršanje odnosa razmene. Visoki troškovi prilagođavanja, rastuće nefleksibilnosti cena i nadnica kao i primat unutrašnje u odnosu na spoljnu ravnotežu su bili osnovni elementi zbog kojih je ova vrsta prilagođavanja vremenom napuštena.

Kod fluktuirajućih deviznih kurseva, deficit platnog bilansa zemlje automatski se korigira depresijacijom valute te zemlje (smanjenjem vrijednosti domaće u odnosu na strane valute). Suficit platnog bilansa automatski se korigira na suprotan način tj.

apresijacijom domaće valute. Nužan uslov ovih automatskih korekcija jeste stabilno devizno tržište, a dovoljan uslov je relativna elastičnost funkcija ponude i potražnje za stranim devizama. Mehanizam automatskog uravnoteženja platnog bilansa zemlje A možemo prikazati na sledećoj slici:

Grafikon 1-8: Mehanizam automatskog uravnoteženja platnog bilansa u režimu fleksibilnog kursa



Izvor: Dornbush. R, Fisher. S. (1994)

gde je:

D = funkcija tražnje za devizom zemlje B u zemlji A,
 S = funkcija ponude deviza zemlje B u zemlji A,
 E = devizni kurs.

Ravnotežni devizni kurs je u e_0 . Ako je devizni kurs u e_1 , tada zemlja A ima deficit platnog bilansa izražen u valuti zemlje B u iznosu FG. Taj deficit može se eliminisati depresijacijom valute zemlje A u visini od e_1 do e_0 .

Ako su funkcije ponude i tražnje valute zemlje B u zemlji A neelastične kao na slici D_2 i S_2 , tada bi korekcija istog deficita u platnom bilansu zemlje A u iznosu FG tražilo znatno veću depresijaciju valute zemlje A. U zemlji A će zbog depresijacije doći do poskupljenja uvoznih roba što može uticati na inflaciju u zemlji A što narušava odnose cena između zemalja A i B te može uticati na destimuliranje izvoza, a stimuliranje uvoza u zemlji A. Tako se pozitivni efekti depresijacije valute zemlje A na njen platni bilans mogu smanjiti ili čak potpuno eliminisati.

Opšti zaključak je da što je neelastičnija kriva potražnje za valutom zemlje B, to uz istu funkciju njene ponude, depresijacija valute zemlje A treba biti veća da bi se eliminirala neravnoteža platnog bilansa zemlje A. Takođe važi, što je neelastičnija funkcija ponude deviza uz datu krivu potražnje, depresijacija valute treba biti veća kako bi se eliminisao isti deficit platnog bilansa. Da je funkcija ponude bila S_2 a funkcija tražnje D_1 , uravnoteženje platnog bilansa bi se postiglo pri višem deviznom kursu od e_0 prikazanom ordinatom tačke J. Kada bi ponuda bila potpuno neelastična (strma linija

kroz tačku F), tada bi eliminacija deficita FG uz funkciju tražnje D_1 zahtevalo još veću depresijaciju od ordinate tačke J.

1.11 DOHODOVNI MEHANIZAM PRILAGOĐAVANJA

Mehanizam dohodovnog prilagođavanja platnog bilansa je dostignuće Kejnsovih sledbenika. Napredak u odnosu na automatsko prilagođavanje platnog bilansa napredak je što se u analizu uključuje uticaj realnog nacionalnog dohotka, a mane su što ovaj mehanizam nije razmatrao uticaj cena i faktora proizvodnje pri punoj zaposlenosti. Pretpostavljamo da ovi ekonomski fenomeni nisu razmatrani zbog ekonomskog momenta u kome su delovali pripadnici Kejnsove ekonomske misli.

Objašnjenje ovog metoda prilagođavanja platnog bilansa počinjemo objašnjenjem ravnotežnog nivoa dohotka i njegovog uticaja na platni bilans (platni bilans se posmatra kao tekući bilans). Ravnoteža na robnom tržištu u otvorenoj ekonomiji podrazumeva jednakost agregatne tražnje i ponude (uslov je da nema sektora države i da privreda funkcioniše ispod nivoa pune zaposlenosti). Takođe ovaj pristup pretpostavlja i konstantnost granične stope uvoza, kao i kamatne stope i devizni kurs. Uvoz je egzogena promenljiva. "U otvorenoj privredi izvoz, baš kao i investicije predstavljaju injekciju domaćim tokovima dohotka, dok uvoz, baš kao i štednja predstavljaju odliv iz kružnog toka dohotka. U maloj otvorenoj privredi, uslov ravnoteže koji se odnosi na prilive i odlive iz kružnog toka dohotka je:

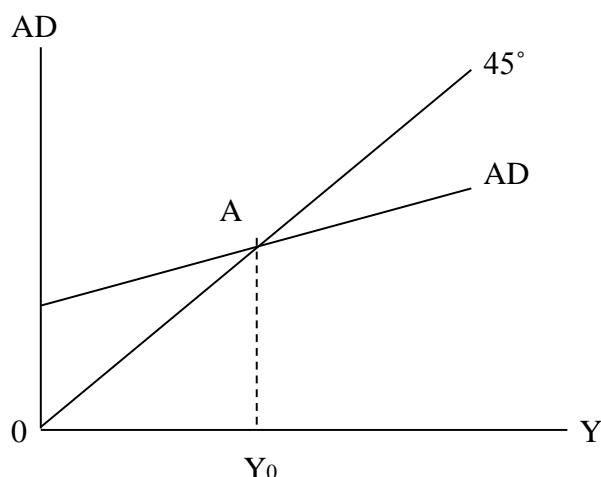
$$I + X = S + M, \text{ a iz toga dalje proizilazi}$$

$$X - M = S - I$$

Ovim se ističe da bi jedna zemlja u tački ravnoteže mogla da ima suficit trgovinskog bilansa (neto priliv iz inostranstva) koji bi bio jednak višku domaće štednje nad domaćim investicijama (neto odlivu domaćih sredstava). S druge strane, u tački ravnoteže se deficit trgovinskog bilansa mora poklapati sa (po vrednosti jednakim) viškom domaćih investicija nad štednjom".⁶¹

⁶¹ <http://danica.popovic@ekof.bg.ac.rs>

Grafikon 1-9: Ravnotežni nivo dohotka u otvorenoj privredi.



Izvor. Salvatore, K.(2009), *Međunarodna ekonomija*, Ekonomski fakultet

Posmatrajući sliku funkcionalne zavisnosti agregatne tražnje konstantujemo da rast realnog nacionalnog dohotka povećava agregatnu tražnju, a shodno tome i tražnju za domaćim proizvodima ukoliko govorimo samo o zatvorenoj ekonomiji, a u našem slučaju male otvorene ekonomije i tražnju za uvozom. Ravnotežni nivo dohotka je u tački A. Kriva AD ima manji ugao od 45 stepeni, jer rast dohotka za 1% povećava tražnju za domaćim proizvodima za manje od 1% jer jedan deo dohotka odlazi na uvozne proizvode i štednju. (zavisno od granične sklonosti uvozu i štednji). Dakle, promeni vrednosti dohotka (ΔY) dvosmerna i izaziva ili promene u marginalne sklonosti uvozu (MSU) ili marginalne sklonosti štednji (MSS).

Dakle promene u realnom nacionalnom dohotku induciraju adekvatne promene u platnom bilansu (za veći iznos nacionalnog dohotka imamo veći uvoz, a samim tim i deficit u platnom bilansu i obrnuto), ali postavljamo pitanje u kom obimu. Mehanizam koji ispituje promene u platnom bilansu na osnovu autonomne promene agregatne tražnje zove se spoljnotrgovinski multiplikator.

1.11.1 SPOLJNOTRGOVINSKI MULTIPLIKATOR

"Polazeći iz tačke A na gornjem panelu Grafikona, autonomna promena izvoza ili investicija remeti ravnotežni nivo dohotka. Novi ravnotežni nivo dohotka tada izaziva promene u iznosu štednje i uvoza sve dok se suma indukovanih promena štednje i uvoza ne izjednači sa sumom autonomnih promena u nivou investicija i u nivou izvoza. To jest, traži se naredni ravnotežni nivo dohotka gde važi"⁶² :

$$\Delta I + \Delta X = \Delta S + \Delta M$$

⁶² <http://danica.popovic@ekof.bg.ac.rs>

Sledeći izraz pokazuje izazvane promene u štednji i uvozu:

$$\begin{aligned}\Delta S &= (MPS)(\Delta Y) \\ \Delta M &= (MPM)(\Delta Y)\end{aligned}$$

Zamenom ΔS i ΔM u Jednačini dobijamo multiplikator spoljne trgovine (k')⁶³

$$k' = \frac{1}{MPS + MPM} S$$

Ovaj koeficijent pokazuje koliko će se povećati nacionalni dohodak na osnovu autonomnog povećanja izvoza.

Ukoliko proširimo analizu na slučaj stranih reperkusija, tj. ukoliko posmatramo multiplikator na slučaju dve zemlje doći će do drugačijeg formiranja ravnotežnog nivoa dohodka i salda tekućeg bilansa. u situaciji kada dolazi do promene inostranog nacionalnog dohodka. Uvoz jedne zemlje postaje izvoz druge. Pretpostavimo da uvoz dovodi do pada proizvodnje, a sledstveno i dohodka, posledično se smanjuje uvoz te zemlje. To predstavlja stranu reperkusiju za prvu zemlju, u kojoj samim tim dolazi do neutralizacije izvoza, i u krug. Kao rezultat, multiplikator spoljne trgovine u prvoj zemlji biće manji od odgovarajućeg multiplikatora bez stranih reperkusija, a u celini se onda njen trgovinski bilans neće popraviti u meri u kojoj bi se to desilo bez inostranih reperkusija.⁶⁴ (tj. bez uticaja promena inostranog realnog nacionalnog dohodka na izvoz posmatrane zemlje). Ukoliko zemlje imaju različite granične stope uvoza i štednje, proces prilagođavanja će teći različitom brzinom. Dakle, dejstvo množitelja umanjuje odliv jednog dela tražnje na uvozna dobra.

Spoljnotrgovinski multiplikator u Zemlji 1 sa inostranim reperkusijama u slučaju autonomnog rasta investicija (k'')⁶⁵ je:

$$k'' = \frac{\Delta Y_1}{\Delta X_1} = \frac{1}{MSS_1 + MSU_1 + MSU_2 (MSS_1 / MSS_2)}$$

Osnovna karakteristika spoljnotrgovinskog multiplikatora je da deluje u pravcu uravnoteženja platnog bilansa. Spoljnotrgovinski multiplikator takođe objašnjava način na koji se privredni ciklusi prenose iz zemlje u zemlju. Ovaj proces doveo je do formulacije ovog, apsorpcionog pristupa prilagođavanju platnog bilansa, koji uzima u obzir i punu zaposlenost i inflaciju. Osnovni doprinos ovog pristupa bio je u tome da je platnobilansnu ravnotežu definisao kao razliku između proizvodnje i potrošnje (apsorpcije) u zemlji.

⁶³Salvatore, K.(2009), *Međunarodna ekonomija*, Ekonomski fakultet

⁶⁴ <http://danica.popovic@ekof.bg.ac.rs>

⁶⁵Ibid

1.11.2 PRIMENA KONCEPTA SPOLJNOTRGOVINSKOG MULTIPLIKATORA NA SLUČAJU SRBIJE

Primenićemo koncept spoljnotrgovinskog multiplikatora u objašnjenju uticaja izvoza na multiplikativno povećanje dohodka u nacionalnoj ekonomiji. Primena ove formule zahteva definisanje marginalne sklonosti štednji, potrošnji i izvozu. Ključ ovog proračuna je distribucija BDP-a, a empirijska istraživanja su pokazala da na smanjenje marginalne sklonosti ka uvozu utiče visok nivo razvoja i visok BDP. Tako na primer u SAD, velikoj zemlji bogatoj resursima koja malo zavisi od međunarodne razmene marginalna sklonost uvozu je 0.27, dok je u Velikoj Britaniji 0.64, a u Nemačkoj 0.50. Što se tiče Srbije, Todorović i Stanišić⁶⁶ su za period od 2000. do 2007. godine u svojoj analizi došli do sledećih rezultata.

Tabela 1-3: Efekti autonomnog izvoza Srbije na zemlje na sličnom nivou razvoja

	Srbija (A)							Zemlje na sličnom nivou razvoja (B)						
	ΔC	ΔS	ΔM	(ind) ΔX	(aut) ΔX	$\Delta(X-M)$	ΔY	ΔC	ΔS	(ind) ΔM	(ind) ΔX	(aut) ΔM	$\Delta(X-M)$	ΔY
	c=0.2	s=0.1	m=0.7					c=0.3	s=0.1	m=0.6				
1.				100	100	100							+100	-100
2.	20	20	70	-60	100	-40	50	-30	-10	-60	70	+100	30	-60

Izvor: Todorović, M. Stanišić, T.(2009), "Foreign trade multiplier of Serbia", FACTA UNIVERSITATIS Series: Economics and Organization Vol. 6, No 2

Marginalna sklonost Srbije ka uvozu je 0.7, ka štednji 0.1 i ka potrošnji 0.2, a na osnovu ovih podataka i podataka zemalja na sličnom nivou razvoja dobijeni spoljnotrgovinski multiplikator je 0.71. Zbog visoke sklonosti uvozu multiplikator je manji od jedan što znači da jedna monetarna jedinica autonomnog izvoza donosi povećanje od 0.71 jedinica u nacionalnom dohodku. Izvoz bi povećao dohodak više da je marginalna sklonost ka uvozu u Srbiji niža. Iz ugla multiplikativnog uticaja na dohodak podaci u tabeli pokazuju da će nakon prve iteracije pozitivni uticaj povećanog izvoza na nacionalni dohodak i tekući bilans biti smanjeni. Zbog inducirano povećanja uvoza od 70 jedinica naša zemlja će u sledećem periodu zabeležiti gubitak od 40 jedinica na račun. U sledećoj tabeli je dat prikaz interakcije Srbije sa visoko razvijenim zemljama.

⁶⁶Todorović, M. Stanišić, T. (2009), "Foreign trade multiplier of Serbia", FACTA UNIVERSITATIS Series: Economics and Organization Vol. 6, No 2, 2009, pp. 131 – 138, UDC 339.5(497.11) Faculty of Economics, University of Nis, Serbia

Tabela 1-4: Efekti autonomnog izvoza Srbije na razvijene zemlje

	Srbija (A)							Zemlje na sličnom nivou razvoja (B)							
	ΔC	ΔS	ΔM	(ind) ΔX	(aut) ΔX	$\Delta(X-M)$	ΔY	ΔC	ΔS	(ind) ΔM	(ind) ΔX	(aut) ΔM	$\Delta(X-M)$	ΔY	
	c=0.4	s=0.1	m=0.5					c=0.4	s=0.3	m=0.3					
1.					100	100	100						+100	-100	-100
2.	20	10	70	-30	100	0	90	-40	-30	-30	70	-100	0	-70	

Izvor: Todorović, M, Stanišić, T. (2009), "Foreign trade multiplier of Serbia", FACTA UNIVERSITATIS Series: Economics and Organization Vol. 6, No 2

Spoljnotrgovinski multiplikator Srbije u slučaju razmene sa razvijenim zemljama je 1.11. U ovom slučaju, kao što se vidi na dijagramu pozitivni efekti autonomnog izvoza se gube u drugoj iteraciji, ipak smanjenje dohodka od 100 jedinica pogađa tekući račun manje s obzirom da je marginalna sklonost uvozu manja. Na osnovu ove analize možemo da zaključimo da naša zemlja ima nesumnjive prednosti u učestvovanju na tržištu razvijenih zemalja. Da bi dokazali da je srpska marginalna sklonost uzvozu jedna od ograničavajućih okolnosti za povećanje dohodka kroz razvoj spoljnotrgovinskog multiplikatora analiziramo sledeću tabelu.

Tabela 1-5: Efekti autonomnog izvoza Srbije na razvijene zemlje uz korekciju marginalne sklonosti uvozu.

	Srbija (A)							Zemlje na sličnom nivou razvoja (B)							
	ΔC	ΔS	ΔM	(ind) ΔX	(aut) ΔX	$\Delta(X-M)$	ΔY	ΔC	ΔS	(ind) ΔM	(ind) ΔX	(aut) ΔM	$\Delta(X-M)$	ΔY	
	c=0.4	s=0.1	m=0.5					c=0.4	s=0.3	m=0.3					
1.					100	100	100						+100	-100	-100
2.	40	10	50	-30	100	20	110	-40	-30	-30	50	-100	-20	-90	
3.	44	11	55	-27	100	18	117	-36	-27	-27	55	+100	-18	-81	
4.	46.8	11.7	58.5	-243	100	17.2	122	-32.4	-24.3	-24.3	58.5	+100	-17.2	-73.9	

Izvor: Todorović, M, Stanišić, T. (2009), "Foreign trade multiplier of Serbia", FACTA UNIVERSITATIS Series: Economics and Organization Vol. 6, No 2

Kao što primećujemo marginalna sklonost izvozu (m) je smanjena sa 0.7 na 0.5. Preračunavanjem nove formule spoljnotrgovinski multiplikator odmah dobija veću vrednost 1.43. Za razliku od prethodnih i realnih situacija u Srbiji gde su se koristi autonomnog izvoza istopile već u prvom periodu, smanjujući marginalnu sklonost uvozu u drugom periodu nakon autonomnog izvoza nacionalni dohodak je povećan sa 100 na 110 jedinica. Primenjujući taj zaključak na tekući račun Srbije to bi značilo da povećanje izvoza od 5% povećava nacionalni dohodak za 2%, a smanjuje spoljnotrgovinski manjak za 1.2%.

1.12 APSORBCIONI MEHANIZAM PRILAGODAVANJA

Formulisao ga je Alexander (1968)⁶⁷ i predstavlja poboljšanje dohodovnog pristupa jer uzima u obzir punu zaposlenost i inflaciju. „Osnovni doprinos ovog pristupa bio je u tome da je platnobilansnu ravnotežu prestao da posmatra kao razliku između dugovne i potražne strane određenog dela bilansa, a definisao je kao razliku između proizvodnje i potrošnje u zemlji”⁶⁸. Iako ceo pristup nije ograničen na efekat devalvacije na platni bilans, elasticitetni pristup koji se ovde primenjuje važi za svaku promenu deviznog kursa. Identitet od koga se počinje u ovoj analizi isti je kao i u prethodnom primeru:

$$Y = C + I + G + X - M$$
$$X - M = B$$

Ukoliko C+G+I zamenimo u izrazu sa A, i imajući u vidu da govorimo o promenama, prilagođavanju platnog bilansa dobijamo sledeći entitet:

$$\Delta B = \Delta Y - \Delta A$$

Iako ovaj entitet objašnjava povezanost nacionalnog dohodka i absorbcije on ne objašnjava uticaj devalvacije na platni bilans. Postavljamo dalje pitanje kako devalvacija utiče na platni bilans, da li preko nacionalnog dohodka ili absorbcije. Uticaj devalvacije na nacionalni dohodak može se naslutiti iz prethodnog primera: devalvacija omogućava povećanje izvoza jer inducira promene u dohodku. Ograničavajući faktor za male zemlje je taj što ne diktira cene na svetskom tržištu; odnosi razmene će biti pogoršani zbog relativnog smanjenja vrednosti izvoza prema vrednosti uvoza.

Uticaj devalvacije na absorbciju se manifestuje preko tri kanala. Prvo, devalvacija dovodi do porasta opšteg nivoa cena što uz nepromenjenu ponudu novca znači manjak likvidnosti. Drugi kanal jeste efekat redistribucije dohodka. Rast cena usled devalvacije može dovesti do redistribucije dohodka u korist profita, a na račun zaposlenih. Svi sa fiksnim primanjima smanjuju graničnu sklonost potrošnji. Treći kanal ide preko efekta novčane iluzije. Realni dohodak se ne menja ako cene i dohodak rastu istom brzinom, međutim percepcija pojedinaca može dovesti do povećanja ili smanjenja potrošnje. Dodatni kanali transmisionog uticaja devalvacije mogu ići preko inflacionih kanala i smanjenja investicionih aktivnosti usled rasta kamatne stope (smanjena absorbcije).

Kritika absorbcionog pristupa je da se teško može empirijski utvrditi stopa absorbcije. Takođe je teško napraviti distinkciju između podele uticaja devalvacije preko absorbcije ili preko nacionalnog dohodka, tj. ukupni efekti devalvacije se moraju analizirati u sveobuhvatnom sistemu. Mana ovih modela po Kovaču je što se ovi modeli zanivaju na izvoznom optimizmu. Izvoz jedne zemlje zavisi ne samo od povećanja dohodka već i od drugih faktora kao što je rast svetske trgovine, odgovarajuće izvozne strukture, itd.

⁶⁷ Alexander, S. (1968), “Effects of a Devaluation on a trade balance”, Readings in International Economics, Illinois.R.D.Irwin,Inc

⁶⁸Kovač, O. (1994), *Platni bilans i međunarodne finansije*, Ces Mecon, Beograd

Monetarne varijable se ne razmatraju kao sastavni deo platnobilansnog prilagođavanja i njih ćemo razmotriti u nastavku.

1.13 MODEL ELASTICITETA

Maršal-Lernerov uslov (MLR uslov) je srce elasticitetnog pristupa platnom bilansu. Tradicionalna analiza efekata devalvacije zasniva se na modelu cenovne elastičnosti ponude i tražnje u kome relativne cene imaju najveći značaj. Uslov teži da odgovori na sledeće pitanje: kada realna devalvacija (pri fiksnom kursu) ili realna depresijacija (pri fleksibilnom kursu) deviznog kursa poboljšava tekući račun neke zemlje.

Zbog jednostavnosti pretpostavimo da je trgovinski bilans jednak tekućem bilansu. U najjednostavnijoj verziji, MLR uslov implicira da realna depresijacija valute će poboljšati tekući račun ako je suma elasticiteta tražnje za izvozom i uvozom u odnosu na realni devizni kurs veća od jedinice ($\eta_x + \eta_y^* > 1$). Drugim rečima, pri ostalim nepromenjenim okolnostima, realna depresijacija⁶⁹ poboljšava tekući račun ukoliko su obimi izvoza i uvoza dovoljno elastični u odnosu na realni devizni kurs.

Pretpostavimo da je trgovinski bilans izražen u jedinicama domaće valute. Po jednom ekstremnom primeru, ukoliko tražnja za uvozom ima nultu elastičnost, onda će se vrednost izvoza povećati za ceo iznos depresijacije. Elastičnost izvoza veća od jedan, nosi sa sobom prebacivanje vrednosti izvoza iznad vrednosti realne depresijacije na trgovinskom računu.

Za drugi ekstremni primer pretpostavimo da je elastičnost za izvozom jednaka nuli. Sledeći depresijaciju, vrednost izvoza ostaće ista. Da bi se trgovinski bilans poboljšao vrednost uvoza mora da pada. Ovo će se desiti ukoliko je elastičnost za uvozom veća od jedinice⁷⁰.

Elementarni uslov počiva na dve pretpostavke. Prva pretpostavka je da je bilans inicijalno uravnotežen. Druga pretpostavka je da je elastičnost ponude beskonačna, tako da su cene izvozne robe konstantne. Ostaje da razmotrimo svaku od pretpostavki. Ukoliko je inicijalna situacija trgovinski deficit, onda je MLR uslov neophodan, ali nedovoljan, uslov uravnoteženja.

Ukoliko postoji supstituciona domaća proizvodnja uvoznih proizvoda kriva izvozne ponude i uvozne tražnje su većeg nagiba elastičnosti nego krive domaće tražnje i ponude. Ovo pravilo može ispoljiti veće efekte ukoliko je duži vremenski period

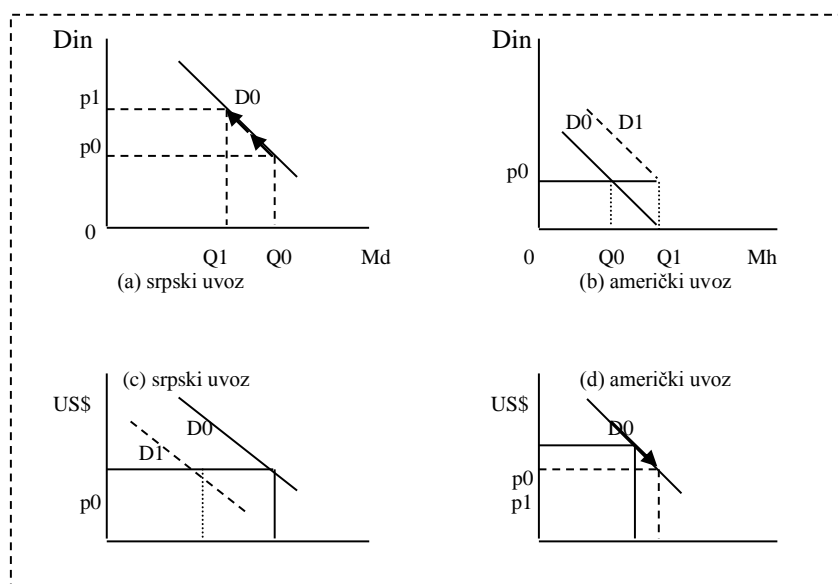
⁶⁹ Realna depresijacija je jednaka nominalnoj depresijaciji ukoliko domaće cene i strane cene ostanu nepromenjene.

⁷⁰ Algebarski dokaz za ovu postavku može se naći D. Đelić, (1993); Krugman i Obstfeld, (2003); Kovač, (1997), Blanchard, (2006/1997)

trajanja devalvacije. Na primer ako dođe do pada cena uvoznih proizvoda - ne samo da raste potrošnja već se smanjuje domaća proizvodnja. Stoga i ponuda izvoznog proizvoda i tražnja za uvoznim proizvodima postaju elastičnije što je duži vremenski rok u pitanju.

Kada je, inicijalno, uvoz veći od izvoza, moguće je da devalvacija ima povoljne efekte na trgovinski bilans iskazan u stranoj valuti, a nepovoljan ako je iskazan u nacionalnoj valuti. Povećani uvoz usled devalvacije će smanjiti dohodak u zemlji koja devalvira nacionalnu valutu čak i ako je došlo do poboljšanja trgovinskog bilansa iskazanog u stranoj valuti. Razmatramo ovu postavku poslužićemo se primerom sledećim grafikonima na kojima se razmatra srpski i američki uvoz.

Grafikon 1-10: Efekti devalvacije i elastičnost tražnje



Izvor: Đelić, D. (1993), *Devalvacija i spoljnotrgovinski bilans*, Ekonomski fakultet, Beograd

Na grafikonima a) i b) pokazani su domaći izdaci u nacionalnoj valuti za domaće i inostrane proizvode. Na grafikonu a) primećujemo da sa porastom cene uvoza sa p_0 na p_1 uzrokovano depresijacijom dinara smanjuje njegova količina sa Q_0 na Q_1 . Da li će ukupni izdaci za uvoz opasti ili se smanjiti zavisiće od elastičnosti srpske tražnje za američkim uvozom. Ukoliko je elastičnost tražnje veća od jedinice izdaci će opasti i *vice versa*. Na grafikonu b) razmatramo američke izdatke u dinarima za srpski izvoz. Primećujemo da iako je potrebna veća količina dinara cena ostaje ista, pa se količina poručene robe povećava sa Q_0 na Q_1 . Dolarski izdaci za uvoz srpskih izvoznih proizvoda rastu ukoliko je cenovna elastičnost inostrane tražnje veća od jedinice, a smanjuju se u suprotnom slučaju tj. ako je manja od jedinice.

Grafikoni c) i d) pokazuju dolarske izdatke za domaće i uvozne proizvode. Dolarski izdaci za uvoz američkih proizvoda će pasti jer cena ostaje nepromenjena p_0 , a količina se smanjuje sa Q_0 na Q_1 (c). Shodno ovome devalvacija smanjuje dolarsku cenu srpskom izvozu pa će se izvezena količina povećati sa Q_0 na Q_1 (d). Problem nastaje

ukoliko je cenovna elastičnost tražnje za američkim uvoznim proizvodima jednaka nuli. U tom slučaju uvoz nastavlja da raste, povećavajući deficit tekućeg bilansa kroz povećanje uvoznih cena izraženih u dinarima. Pošto je cenovna elastičnost američke tražnje za srpskim izvozom manja od jedinice, to neće biti dovoljno za kompenzovanje nastalog gubitka.

Teorijska podloga modelu elastičnosti se osporava na više načina. Kejnsovski model bilansa plaćanja deli efekte uspešne devalvacije na inicijalne i dohodovne. Naime, ukoliko devalvacija kreira dodatni izvoz, kreira i dodatni izvozni prihod, kreira i dodatni dohodak, ukoliko dovodi do realokacije domaće tražnje sa uvoznih na domaće proizvode dovodi do kreiranja dodatnog dohotka kod proizvođača uvoznih supstituta. Krajnji rezultat je poboljšanje u trgovinskom bilansu koji zauzvrat deluje na nivoe dohotka i zaposlenosti na multiplikativni način. Porast dohotka utiče na smanjenje inicijalnog poboljšanja u trgovinskom bilansu ali ukupan efekat ostaje pozitivan. Drugim rečima oni tretiraju rezultate modela elastičnosti kao inicijalne efekte devalvacije koje vode sekundarnim dohodovnim efektima, koji mogu još više da osnaže ili neutralizuju inicijalni efekat. Na osnovu Harbergerovog modela koji je u model uključio marginalnu sklonost ka štednji i uvozu u domaćoj i inostranoj zemlji, zbir elastičnosti mora da bude veći od jedinice da bi nadomestio efekte u rastu dohotka. Važno je napomenuti da kejnsovci polaze od nefleksibilnih nadnica i cena i postojanja neravnoteže pri manje od pune zaposlenosti. Takođe ne uključuju realne efekte procesa prilagođavanja na bilans plaćanja. Štaviše, postoje stavovi među ekonomistima da će se proces promene nivoa dohotka desiti i ako se puna zaposlenost konstantno podržava.

Rana ekonometrijska istraživanja otkrivaju da su trgovinski elastičnosti previše niski da bi zadovoljili MRL uslov (Chang, 1951). Ovo je dovelo do „pesimizma elastičnosti“ (Machlup, 1950). Posle pažljivog ispitivanja identifikacionih ograničenja⁷¹ ovih studija, rani pesimizam je nestao. Ocenjene vrednosti elastičnosti za 1940. godine takođe su se odnosile na kratkoročne vrednosti elastičnosti za period od godinu dana, ili za kraći period. Junz i Romberg (Junz i Romberg, 1973) su utvrdili pet mogućih razloga za kašnjenje u promeni količina pri promenama cena u međunarodnoj trgovini. To su *spoznajni jaz* – dok promena cena ne postane evidentna, *jaz u odlučivanju* da se promeni ponašanje, *jaz u isporuci* novih narudžbina koji nastaje kao rezultat promene cena, *jaz u zameni* postojećih zaliha pre nego što se pređe na nove, *i konačno, proizvodni jaz* koji odražava novi proizvodni miks do koga se dolazi zbog promene cena⁷². U proseku prođu tri godine da bi se dostiglo 50 odsto dugoročnih promena koje nastaju zbog promene cena.

Ukoliko su elastičnosti mali, devalvacije se ne preporučuju za kontrolisanje trgovinskog deficita. Velike promene deviznog kursa mogu prouzrokovati druge probleme u privredi, kao što je pogoršanje odnosa razmene. Hooper (2000) je dao procenu elastičnosti za G7 u sledećoj tabeli.

⁷¹Opširnije o identifikacionim ograničenjima ranih ekonometrijskih studija za procenu elastičnosti videti Salvatore, K. (2009), *Međunarodna ekonomija*, Ekonomski fakultet, Beograd

⁷²Ibid str.598

Tabela 1-6: Elasticitet zemalja iz grupe 7 u dugom i kratkom roku

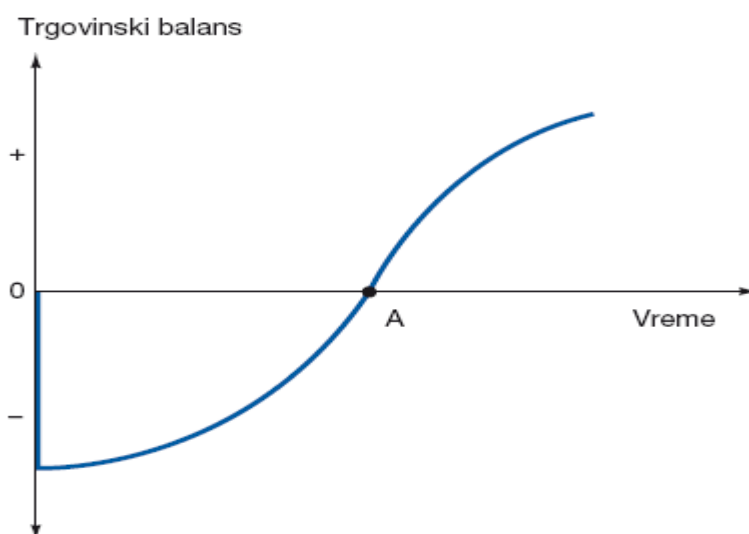
Zemlja	Kratkoročna elastičnost izvoznih cena	Kratkoročna elastičnost uvoznih cena	Dugoročna elastičnost izvoznih cena	Dugoročna elastičnost uvoznih cena
Kanada	-5	-1	-9	-9
Francuska	-1	-1	-2	-4
Nemačka	-1	-2	-3	-0.6
Italija	-3	-0	-9	-4
Jpan	-5	-1	-1.0	-3
Velika britanija	-2	-0	-1.6	-6
SAD	-5	-6	-1.5	-3

Izvor: P. Hooper, K. Johnson, J. Marquez, (2000) „Trade Elasticities for the G-7 Countries”, Princeton Studies national Economics No. 87

Kratkoročni period se odnosi na period prilagođavanja u trajanju od jedne godine, dok se dugoročni period odnosi na hipotetički beskonačni period prilagođavanja cena na trgovinske tokove. Poruka koju dobijamo iz ove tabele je da se elasticitet povećava tokom vremena. Dugoročno gledano MLR uslov je ispunjen u svim zemljama (sa izuzetkom Francuske i Nemačke). Depresijacija će verovatno poboljšati tekući bilans u dugom roku dok će ga depresijacija pogoršati. Distinkcija između kratkog i dugog roka je ključna i dovodi nas do novog pojma poznatijeg kao J-kriva.

J-kriva nam pokazuje da ne samo da su kratkoročni elasticiteti niski nego će se trgovinski bilans pogoršati da bi se nakon toga poboljšao. Reakcija trgovinskog bilansa podseća na slovo J. Inicijalno dolazi do porasta cena uvozne robe u zemlji devalvacije, a količina tražene robe se veoma malo menja. Vremenom, količina izvoza raste i količina uvezene robe pada, te izvozne cene sustižu uvozne cene, te se inicijalno pogoršanje trgovinskog bilansa zaustavlja.

Grafikon 1-11: J-kriva



Izvor: Salvatore, K. (2009), *Međunarodna ekonomija*, Ekonomski fakultet, Beograd

Razlozi za postojanje J-krive mogu biti: ugovorni period valute i analiza prohodnosti. Ugovorni period valute odnosi se na period neposredno posle devalvacije kada izvoznike i uvoznike vezuju ugovori sklopljeni pre devalvacije, a pristižu na realizaciju odmah posle devalvacije. U ugovorima iskazanoj u inostranoj valuti izvoznici ostvaruju kapitalni dobitak u lokalnoj valuti. U ugovorima denominiranim u domaćoj valuti, uvoznici su na dobitku dok se izvozni prihod ne menja. O analizi prohodnosti ili tzv *pass-through* efektu deviznog kursa je već bilo reči.

1.14 MONETARNA TEORIJA PRILAGODAVANJA

Monetarna teorija ima svoje uporište za fiksni devizni kurs. Ako je kurs fluktuirajući podrazumeva se da je platni bilans automatski u ravnoteži. Pri ograničeno fluktuirajućim kursevima, oscilacije kursa preuzimaju na sebe deo prilagođavanja, dok drugi deo preuzima neko od teorijskih objašnjenja. Kreator ovog jednostavnog modela je MMF koji je u svojim stabilizacionim politikama koristio kontrolu kretanja kredita i ocenu buduće tražnje za novcem. Na taj način su zemlje sa nerazvijenim finansijskim sistemom mogle da regulišu probleme u platnom bilansu bez sterilizacije. Bilans plaćanja u ovom modelu predstavlja razliku između primanja i plaćanja koja je po definiciji jednaka promenama rezervi. Monetarna teorija posmatra strukturu transakcija „iznad crte“ tj. saldu deviznih rezervi treba da se prilagode saldo usluga i robe. Glavna varijabla u ovom pristupu je novčana masa. Na novčanu masu se može delovati ili odobravanjem kredita ili deficitom platnog bilansa. Pretpostavke da bi ovaj model funkcionisao na dugi rok su: funkcija tražnje za novcem je zavisna od realnog društvenog proizvoda; brzina opticaja novca je konstanta; nema sterilizacije; prilagođavanje se vrši u datom vremenu jer bi u suprotnom došlo do promene dohodka i cena. Monetarni model može se najbolje objasniti sledećim entitetima:

$$\Delta M = \Delta R + \Delta DC,$$

dakle promene u monetarnoj ponudi (ΔM) je jednaka promenama u deviznim rezervama zemlje (neto inostrana aktiva) ΔR plus promenama u kreditima bankarskog sistema (ΔDC). Diferenciranjem ove jednačine sa fundamentalnim ekonomskim jednakostima dobijamo sledeći entitet:

$$\Delta R = Y - A + \Delta K,$$

gde je ΔK neto priliv stranog kapitala nebankarskog sektora.

Jednakost pokazuje da ukoliko višak domaće potrošnje preko društvenog proizvoda nije finansiran potpunim prilivom kapitala, doći će do pada neto strane aktive bankarskog sektora. Drugim rečima ukoliko zbog povećanja realnog dohodka dođe do povećanja tražnje za novcem, a domaća komponenta novčane mase ostane nepromenjena, nezadovoljena tražnja se može finansirati prilivom iz inostranstva, posredstvom suficita platnog bilansa. Ako je

$$\Delta R = \Delta M - \Delta DC,$$

to znači da iznos deviznih rezervi opada sa promenama u monetarnom stoku koji je manji od promena domaćih kredita. Višak domaćeg kredita preko monetarnog stoka će biti efektuiran u deficitu bilansa plaćanja. Treba napomenuti da u ovom modelu nikakva promena u novčanom stoku ne utiče na tražnju za novcem. Deficit je prema monetarnom pristupu prelivanje viška domaćeg novca u inostranstvo. Prema monetarnom modelu deficita na tekućem računu je potpuno pokriven prilivom inostranog privatnog kapitala. Ovo bi postojalo stvarnosti u kojoj ne bi bilo ograničenja u pogledu stepena zaduženosti. Još jedna zamerka je da monetarni pristup zanemaruje realne činioce platnog bilansa, ali i posmatra deficit kao karatkorodčan i nužan. Proces prilagođavanja platnog bilansa posmatramo i kao automatski model prilagođavanja ponude i tražnje za novcem na novčanom tržištu putem promene absorpcije. Za dati nivo nacionalnog dohodka i cena (važi zakon jedne cene $P = EP^*$) višak likvidnosti na novčanom tržištu neutralisaće se povećanjem absorpcije koja će prouzrokovati deficit u platnom bilansu i smanjenje deviznih rezervi. Usled smanjenja deviznih rezervi uslediće i smanjenje ponude novca. Ovaj mehanizam odvija se sve dok se ne uspostavi nova ravnoteža.

1.15 URAVNOTEŽENJE BILANSA PLAĆANJA MERAMA EKONOMSKE POLITIKE

Mere ekonomske politike su savremene metode za uravnoteženje platnog bilansa. To su pre svega deflatorno - inflatorni model prilagođavanja, devalvacija deviznog kursa, spoljnotrgovinska i devizna ograničenja i dr. Obzirom na savremene tokove svetske privrede deflatorni metod nije mnogo primenljiv obzirom na društvene troškove ovog metoda prilagođavanja. Devizna ograničenja takođe, obzirom da STO ne gleda blagonaklono na kontrolu trgovinskih tokova i tokova kapitala u smislu ograničavanja njihovih kretanja. Tako da kvote, kontigenti, devizna ograničenja, visoke stope carine nisu preporučljive za zemlje koje hoće pristup ovoj organizaciji.

Devalvacija deviznog kursa stoji kao jedan od mehanizama prilagođavanja. Međutim dugo je MMF zabranjivao devalvaciju kao metod platnobilansnog prilagođavanja. Dozvoljena je samo u slučajevima fundamentalne neravnoteže platnog bilansa. Imajući takođe u vidu da devalvacija nije mnogo primenljiv metod jer ima brojna ograničenja od kojih zavisi njen uspeh, takođe i njen uticaj na unutrašnju ravnotežu nije bez značaja. Mnoge zemlje i pored izrazite neravnoteže platnog bilansa odlažu njenu primenu jer je ona pokazatelj neuspeha domaće ekonomske politike u vođenju adekvatne politike platnog bilansa i privrednog razvoja. O devalvaciji kao metodu uravnoteženja platnog bilansa će biti reči u odeljku o deviznim kursevima, imajući u vidu da je veza platnog bilansa i deviznog kursa dvosmerna i izuzetno čvrsta, jer politiku deviznog kursa nije moguće odvojeno posmatrati od politike platnog bilansa i *vice versa*.

Eksterna ravnoteža, definisana pri fiksnom deviznom kursu je jednakost kapitalnih i trgovinskih transakcija sa suprotnim predznakom i bez promene deviznih rezervi. Promene određenih tokova u platnom bilansu se mogu predstaviti sledećim relacijama:

$$X = f\left(\frac{P_d}{P_s}, E\right)$$

Izvoz (X) je funkcija odnosa relativnih cena (izvoznih P_d , i uvoznih, P_s) i deviznog kursa (E).

$$M = f\left(Y, \frac{P_d}{P_s}, E\right)$$

Uvoz (M) je funkcija relativnih odnosa cena (inostranih i domaćih), deviznog kursa ali i društvenog proizvoda. Kretanje kapitala je funkcija odnosa kamatnih stopa u zemlji i inostranstvu. Domaću kamatnu stopu može zemlja sama definisati merama ekonomske politike, tako da funkciju neto-izvoza kapitala možemo izraziti kao opadajuću funkciju kamatne stope.

$$K = f(r) \quad \frac{\Delta K}{\Delta r} < 0$$

Na osnovu gornjih relacija moguće je napisati jednačinu platnog bilansa.

$$PB = X\left(\frac{P_d}{P_s}, E\right) - M\left(Y, \frac{P_d}{P_s}, E\right) - K(r)$$

Porast društvenog proizvoda Y usloviće porast uvoza, a time i pogoršanje spoljnotrgovinskog bilansa (izuzev u slučajevima kada je porast društvenog proizvoda uslovljen porastom izvoza). Poštujući uslov ravnoteže, porast dohodka bi trebalo usloviti rast kamatne stope r, a time i smanjivanje neto izvoza kapitala ili pak porast neto uvoza kapitala. Kriva eksterne ravnoteže ima pozitivan nagib u (r, Y) prostoru koji je određen graničnom sklonošću uvoza i osetljivosti kapitala na kretanje kamatne stope, jer su:

$$\frac{\Delta U}{\Delta Y} > 0 \quad \frac{\Delta K}{\Delta r} < 0$$

Porast kamatne stope utiče na poboljšanje platnog bilansa pod uslovom da se cene i kurs ne menjaju. Takođe smo iz gore pomenutih relacija videli da je odnos promene dohodka i spoljnotrgovinskog bilansa manji od nule jer povećanjem dohodka se zbog multiplikativnog efekta na uvoz i on povećava čime se narušava spoljnotrgovinski bilans.

Položaj krive platnog bilansa zavisi od nekoliko faktora. Veća granična sklonost uvoza uz datu sklonost izvoza kapitala usloviće da kriva platnog bilansa bude strmija. I obrnuto, u slučajevima kada je granična sklonost uvoza manja i veća osetljivost neto izvoza kapitala čini krivu platnog bilansa vodoravnijom.

Dalje svako povećanje uvoza zbog porasta cena na domaćem tržištu ili apresijacije deviznog kursa ili povećanja proizvoda povećava prostor deficita platnog bilansa. Obrnuto devalvacija nacionalne valute utiče na pomeranje krive platnog bilansa nadole povećavajući prostor suficita uz ostale neophodne mere monetarne i fiskalne politike. Pomeranje krive zavisi i od elastičnosti izvozne ponude i uvozne tražnje shodno Maršal-Lernerovoj teoremi koje je bliže prikazana u delu vezanom za devizni kurs.

1.16 SAVREMENE TEORIJE DEVIZNIH KURSEVA

“Intermediate solutions are more likely to be appropriate for many countries than are corner solutions”

Jeffrey A. Frankel (1999)

"Ovakav stav na prvi pogled je u koliziji sa analizama koje je izneo S. Fisher na osnovu kojih je u prošloj dekadi opadao nivo središnjih režima u korist rigidnijih ili fleksibilnijih između ostalog i zbog svetskog trenda pada stopa inflacije.

Tabela 1-7: Distribucija različitih režima deviznog kursa 1990-2001

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Tvrđi režimi	15.7	16.1	19.4	15.9	16.2	16.2	16.2	18.3	18.3	24.2	24.7	25.8
Središnji režimi	69.2	66.5	56.1	58.8	56.8	58.9	58.4	53.2	48.9	40.9	41.4	38.7
Plivajući režim	15.1	17.4	24.4	25.3	27.0	24.9	25.4	28.5	32.8	34.9	33.9	35.5
Ukupno	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

Izvor: Babula i Otker-Robe (2002)

Ono što može da pomiri ova dva oprečna stava je da su se središnji režimi pokazali kao interesantna opcija u zemljama koje su na putu ka međunarodnim finansijskim i ekonomskim integracijama. Granične režime preferiraju zemlje koje su na zavidnijem nivou razvoja. U sledećoj tabeli se može uočiti pomenuta tendencija⁷³.

⁷³ Marčetić, M. (2012), “Izbor režima deviznog kursa”, BIZinfo, Časopis iz oblasti ekonomije, menadžmenta i informatike, br 5/2012, Blace, str 69, http://www.vpskp.edu.rs/bizinfo/data/uploads/ceo_broj/bizinfo5.pdf

Tabela 1-8: Distribucija režima deviznog kursa u različitim zemljama

	Razvijene zemlje			Zemlje u razvoju			Zemlje rastućeg tržišta		
	Tvrđi	Središnji	Plivajući	Tvrđi	Središnji	Plivajući	Tvrđi	Središnji	Plivajući
1990	0.0	73.9	26.1	18.4	68.4	13.2	6.7	76.7	16.7
1995	4.2	54.2	41.7	18.0	59.6	22.4	9.4	81.3	9.4
2001	54.2	4.2	41.7	21.6	43.8	34.6	32.1	21.4	46.4

Izvor: Babula i Otker-Robe (2002)

„Posebno je porastao udeo fleksibilno rukovođenog intervalnog režima i čvrstog rukovođenja fluktuacijama, dok je opalo učešće režima horizontalnih intervala, režima pokretnih pariteta i konvencionalnog fiksnog režima. U velikom broju slučajeva se pokazalo da je pojačavanje tenzije između ciljeva dezinflacije i konkurentnosti bio važan faktor u napuštanju, voljno ili nevoljno, manje fleksibilnog prelaznog režima u korist fleksibilnijeg režima.“⁷⁴ „Prelazni režimi su potpuno nestali u razvijenim zemljama tokom devedesetih godina. Razloge možemo naći i u oštrim preokretima u kapitalnim tokovima ali i političkom izboru ka jačanju monetarne politike.

Posvećenost jedne zemlje jednom režimu deviznog kursa zavisiće i od uklapanja ekonomske politike u okvire teorije nemogućeg trojstva. Teorija nemogućeg trojstva upućuje da je nemoguće ispuniti tri cilja ekonomske politike odjednom; potpunu integraciju u međunarodno finansijsko tržište; autonomno delovanje monetarne politike; fiksni devizni kurs. Opcija kombinovanja stabilnosti deviznog kursa i određenog stepena fleksibilnosti monetarne politike je primena središnjih režima deviznog kursa. Međutim negativna strana primene središnjih režima otvara put špekulativnim tokovima kapitala, što je osnovna okosnica bipolarne teorije o nestajanju središnjih režima deviznog kursa.

Prema izveštaju MMF (2009b) rigidni pol primenjuje 23 zemlje odnosno 12%, središnji 81. zemlja odnosno 44%, a fleksibilni pol 84. zemlje odnosno 44% od obuhvaćene 192. zemlje. Jasno je da fleksibilni režimi trenutno dominiraju međunarodnom monetarnom scenom.

Pored zvanične klasifikacije režima deviznog kursa (*de jure*) koju ćemo nabrojati u nastavku, MMF takođe objavljuje i *de facto* klasifikaciju zemalja sa stanovišta izbora deviznog kursa (2006). Prema istraživanju Reinhart i Rogoff (2002)⁷⁵ došlo se do zaključka da je 45% oficijelno fiksnih deviznih kurseva u suštini imalo karakteristike upravljanog ili slobodnog fluktuiranja, da 53% zemalja deklarativno upravljano fluktuirajućih deviznih aranžmana *de facto* spada u grupu fiksnih pariteta, pokretnih pariteta ili uskih target zona. Pomenuti raskorak oficijelne i suštinske primene određenog režima deviznog kursa se naziva *de facto* vs *de jure* klasifikacija. „Strah od

⁷⁴ Grubišić, Z. (2005), „Sistem i politika deviznog kursa danas u Svetu”, Economic Annals no 165

⁷⁵ Reinhart, C. Rogoff, K. (2002), „The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation”, <http://papers.nber.org/papers/w8963.pdf>

plivanja“ („*fear of floating*“) karakterističan je za veliki broj zemalja sa *de jure* fluktuirajućim deviznim aranžmanima uz česte intervencije na deviznom tržištu⁷⁶.

1.16.1 IZBOR REŽIMA DEVIZNOG KURSA

"Uprkos detaljnoj analizi troškova i koristi primene određenog režima deviznog kursa, nije moguće jednostavno doneti zaključak o adekvatnom režimu. Odluka o izboru režima uključuje širok spektar makroekonomskih performansi, a posebno uticaj kursa na stanje interne i eksterne ravnoteže. S obzirom na promenu makroekonomskih okolnosti i izazova sa kojima se nacionalne ekonomije suočavaju, jednom doneta odluka o izboru režima deviznog kursa se često preispituje. Dinamičan makroekonomski ambijent se posebno odnosi na tranzicione ekonomije imajući u vidu proces uključivanja u svetsko tržište, trendove trgovinske i kapitalne liberalizacije, kao i podložnost eksternim šokovima.

Rigidni oblici režima deviznog kursa obezbeđuju makroekonomsku stabilnost zahvaljujući čvrstom nominalnom sidru, ali ne obezbeđuju potrebnu fleksibilnost monetarnoj politici da reaguje kontraciklično na makroekonomske šokove. Rigidne režime deviznog kursa predstavljaju dolarizacija/euroizacija, monetarna unija i valutni odbor i njihova zajednička karakteristika je odricanje od monetarnog suvereniteta. Poželjno je da je fiskalna pozicija stabilna, a neophodan je odgovarajući nivo deviznih rezervi za odbranu pariteta. Rigidni režimi se primenjuju u slučaju niskog kredibiliteta monetarnih vlasti ili pristupanja monetarnoj uniji. Najveće koristi za zemlju će se ispoljiti u slučaju jakih trgovinskih veza sa zemljom sidra kao i kroz nepostojanje bojaznosti od iznenadne devalvacije, pri tom se mora imati u vidu gubitak koristi od senjoraža.

Kod valutnog odbora je novčana masa vezana za platnobilansnu poziciju. S obzirom da je nivo novčane mase ekvivalentan deviznim rezervama, promene nivoa novčane mase će biti inicirane jedino prilivom ili odlivom deviza što umnogome podseća na zlatni standard. Kritika valutnog odbora su veliki troškovi prilagođavanja u okruženju visokih razlika inflacije u zemlji u poređenju sa inflacijom u zemlji valute sidra. Zbog prevelikog rasta cena dolazi do apresijacije valute i gubitka konkurentnosti. Proces dezinflacije zahteva značajne socijalne troškove⁷⁷. Prigovor valutnom odboru je da je prilično skup. Emisija novca centralne banke u ovom slučaju neće doneti nikakve koristi jer se podrazumeva da će se kupiti inostrana valuta koja ne donosi kamatu⁷⁸.

„Unilateralna eurizacija nije režim monetarne politike koji bi se mogao preporučiti Srbiji. Visok deficit tekućeg računa platnog bilansa predstavljao bi opasnost odliva evra u inostranstvo. Dolarizacija bi značila trajan gubitak emisione dobiti i gubitak dela

⁷⁶ Marčetić, M. (2012), "Izbor režima deviznog kursa", BIZinfo, Časopis iz oblasti ekonomije, menadžmenta i informatike, br 5/2012, Blace, str 69,
http://www.vpskp.edu.rs/bizinfo/data/uploads/ceo_broj/bizinfo5.pdf

⁷⁷ Ibid

⁷⁸ Kovačević, R. (2002), *Devizni kursevi, režimi i politika*, IST, Beograd 2002

deviznih rezervi, kao i gubitak mogućnosti korišćenja politike deviznog kursa. Vrlo je verovatno da bi takva odluka naišla na protivljenje Evropske unije i da bi čak mogla usporiti proces pristupanja EU. Evro treba uvesti u Srbiju, u sklopu redovne procedure, a to znači nakon pristupanja EU i potom učešća u *ERM II* i ispunjavanja Mاستrihtskih kriterijuma konvergencije⁷⁹.

"Simplificiran zaključak u vezi sa primenom rigidnog režima glasi: rigidni režimi bi se mogli preporučiti zemljama čije su ekonomije male, otvorene i zavisne od svetskog tržišta; makroekonomski nestabilnim ekonomijama sa neophodnim čvrstim sidrom; i ekonomijama koje pristupaju valutnoj zoni, a koristi od pristupanja istoj prevazilaze gubitak monetarnog instrumenta ekonomske politike.

Središnji režimi predstavljaju korak u pravcu veće fleksibilnosti monetarne politike, ali uz gubitak čvrstine nominalnog sidra i mogućnost špekulativnih udara. Uključuju konvencionalni (klasični) fiksni paritet, prilagodljivi paritet, pokretni paritet, uži/širi koridor ili target zona. Prednost ovih hibridnih režima je upotreba deviznog kursa kao sidra monetarne politike. Ključna negativnost rigidnih režima je potpuna podređenost monetarne politike održavanju pariteta. U apostrofiranoj privlačnosti središnjih režima krije se i njihova najveća opasnost - ne pružaju dovoljan stepen kredibiliteta monetarnim vlastima i adekvatno nominalno sidro inflatornih očekivanja, niti dovoljno autonomno delovanje monetarnih vlasti.

Fluktuirajući režimi podrazumevaju fleksibilnost delovanja monetarne politike u smeru postizanja drugih makroekonomskih ciljeva, ali devizni kurs više nije nominalno sidro i ne može stabilizovati inflatorna očekivanja. Fleksibilni režimi bi se mogli preporučiti relativno zatvorenijim ekonomijama koje mogu crpeti koristi deviznog kursa kao apsorbera šokova i u kojima kurs nije ključno sidro za tržišne učesnike i dominantan kanal monetarne transmisije. Fleksibilni devizni kurs prati stanje na deviznom tržištu u užem smislu, a u širem smislu predstavlja refleksiju stanja ukupne ekonomije. S obzirom da reaguje na ponudu i tražnju za devizama kurs depresira u slučaju rasta tražnje za inostranom valutom, izvoz se povećava što koriguje platnobilansnu poziciju. Postoji jasna veza izmenu promene kursa i spoljašnje ravnoteže. Monetarne vlasti zemlje sa hroničnim deficitom tekućeg bilansa mogu biti pod pritiskom podsticanja depresijacije deviznog kursa kako bi se poboljšala eksterna konkurentnost i izvozne aktivnosti. Monetarne vlasti zemlje sa hroničnim suficitom tekućeg bilansa mogu biti pod pritiskom podsticanja apresijacije domaće valute kako bi se eksterni debalans ispravio. Promene kursa menjaju i cene uvoznih inputa i uvoznih finalnih proizvoda što se prenosi i na nivo inflacije utičući time na ključni indikator makroekonomske stabilnosti i jedan aspekt unutrašnje ravnoteže. Indirektni uticaj deviznog kursa na agregatnu tražnju i agregatnu ponudu, osim na cene, utiče i na output odnosno nivo ekonomske aktivnosti. Promena kursa i tražnje je jasna imajući u vidu već nagovešten uticaj na neto-izvoz kao jednu od bitnih komponenti agregatne tražnje. S druge strane, značajne promene kursa naviše/naniže utiču i na poskupljenje/pojeftinjenje uvoznih inputa neophodnih u proizvodnom procesu. Značajno poskupljenje inputa deluje kao

⁷⁹Fabris, N. (2006), "Euroizacija kao instrument monetarne politike Srbije," Ekonomski anali br 168, Ekonomski fakultet Beograd

„*cost-push*” inflacija odnosno deluje na smanjenje agregatne ponude i nivoa ekonomske aktivnosti⁸⁰.

Fluktuirajućem kursu se obično zamera da znatno oscilira odražavajući uglavnom nefundamentalne uticaje, tako da kreira nepotrebnu nestabilnost, neizvesnost i verovatno drži valutu u zoni stalne precenjenosti ili potcenjenosti. Fluktuirajući devizni kurs obezbeđuje po definiciji ravnotežu platnog bilansa, ostvaruje bolje rezultate na polju privrednog rasta, ali su mu slabe inflacione performanse. Zemljama sa nepovoljnijom diverzifikacijom izvoza i proizvodnje, u smislu zavisnosti od malog broja izvoznih proizvoda, odgovara fleksibilniji oblik deviznog aranžmana odnosno ne pogoduje im monetarni režim targetiranja deviznog kursa. Izbor između fiksnog i fluktuirajućeg deviznog kursa zavisi od izvora šokova, da li je on realni ili nominalni, kao i od stepena mobilnosti kapitala⁸¹.

Glavni nedostatak fiksnog kursa je činjenica da se njime može izazvati nesklad između stabilnog nominalnog kursa i razlika između inflacija u zemlji i državi referentne valute, što, u slučaju špekulativnog udara, u krajnjem dovodi do pucanja režima i valutne krize. Studije pokazuju da postoji jaka veza između fiksnog deviznog kursa i niske inflacije. U zemljama u razvoju, inflaciona razlika između fiksnog i fluktuirajućeg deviznog kursa je iznosila u proseku 10 procentnih poena. Fiksni devizni režimi su povezani sa većim investiranjem i imaju ulogu psihološkog sidra u borbi protiv inflacije, a osnovna mana mu je smanjena konkurentnost⁸².

Tabela 1-9: Kriterijumi izbora deviznog režima

Karakteristike privrede	Implikacije željenog sistema fleksibilnosti
Veličina privrede	ukoliko je veća privreda, utoliko je veći zahtev za fleksibilnim kursom.
Otvorenost	ukoliko je privreda otvorenija utoliko je manje atraktivan fleksibilan kurs
Diversifikacija proizvodne/izvozne strukture	ukoliko je privreda više diversifikovana utoliko je prihvatljiviji fleksibilan devizni kurs
Geografska koncentracija trgovine	ukoliko je veći udeo trgovine zemlje sa jednom velikom zemljom veći je podsticaj za vezivanje za valutu te zemlje
Odstupanje domaće inflacije od svetske inflacije	ukoliko je odstupanje stope domaće inflacije od inflacije glavnih trgovinskih partnera veće, utoliko je potrebnije češće podešavanje deviznog kursa (za zemlje sa ekstremno visokom inflacijom, fiksni devizni kurs može obezbediti veći kredibilitet i disciplinu stabilizacionom programu)
Stepen ekonomske/finansijske	ukoliko je veći stepen finansijskog razvoja, utoliko je prihvatljiviji režim fleksibilnog deviznog kursa

⁸⁰ Ibid

⁸¹ Grubišić, Z. (2005), “Sistem i politika deviznih kurseva danas u Svetu”, Economic Annals no 165

⁸² Marčetić, M. (2012), “Izbor režima deviznog kursa”, BIZinfo, Časopis iz oblasti ekonomije, menadžmenta i informatike, br 5/2012, Blace, str 69, http://www.vpskp.edu.rs/bizinfo/data/uploads/ceo_broj/bizinfo5.pdf

otvorenosti	
Mobilnost radne snage	ukoliko je veći stepen mobilnosti radne snage, kada su nadnice i cene nefleksibilne nadole, lakše je i jeftinije prilagođavanje spoljnim udarima u režimu fiksnog kursa
Inostrani nominalni udari	ukoliko su češći inostrani nominalni udari poželjniji je fleksibilan devizni kurs
Domaći nominalni udari	ukoliko su češći domaći nominalni udari poželjniji je fiksni devizni kurs
Realni šokovi	ukoliko je veća osetljivost privrede na domaće i inostrane realne šokove – utoliko je poželjniji fleksibilan devizni kurs
Kredibilitet nosioca ekonomske politike	ukoliko je manji antiinflacioni kredibilitet kreatora ekonomske politike utoliko je veća privlačnost fiksnog deviznog kursa kao nominalnog sidra

Izvor: R.Kovačević: *Devizni kursevi*, IST, Beograd 2002

"Jedna od ekonomski značajnijih posledica izbora režima deviznog kursa je nivo deviznih rezervi potreban da se kurs održi na projektovanim vrednostima. Troškovi finansiranja rezervi mogu biti viši od prihoda na niskokamatonske i nekamatonske pozicije. Po pravilu rigidniji režimi zahtevaju viši nivo deviznih rezervi od slobodnijih režima. Režim fiksnog kursa zahteva dovoljne rezerve za obezbeđenje konvertibilnosti, dok valutni odbor zahteva rezerve u visini primarnog novca, a fluktuirajući kurs ostvalja više prostora za rešenja što se tiče nivoa deviznih rezervi.

Prelazak sa fiksnog na fleksibilni devizni kurs je monetarna putanja često praktikovana od strane emergentnih i pojedinih tranzicionih ekonomija. Većina emergentnih i tranzicionih ekonomija su u fazi uspostavljanja makroekonomske stabilnosti koristile devizni kurs kao nominalno sidro, da bi se sa napretkom ekonomskog razvoja preusmeravale na fleksibilniji oblik deviznog kursa sa upotrebom drugog sidra. Po pravilu suočene sa pretnjom monetarne nestabilnosti, ekonomije u tranziciji se često odlučuju na "uvoz monetarne politike", tj. sidre svoju valutu za valutu najvećeg spoljnotrgovinskog partnera. Ova politika se praktično sprovodi tako što se primeni neki od rigidnih deviznih režima.

Specifičnost tranzicionih zemalja je transformacija javnog u privatni sektor u kombinaciji sa procesom ekonomskog razvoja, realnom i nominalnom konvergencijom na putu ka EU (a kasnije i EMU). Bez obzira na suočavanje sa sličnim izazovima na putu konvergencije, i tranzicione ekonomije karakteriše diverzitet u primenjenim režimima deviznog kursa. Tranzicione zemlje sa izrazitom nezvaničnom finansijskom euroizacijom ne bi trebalo da prihvataju fleksibilnije devizne aranžmane, jer monetarna vlast ne može da utiče na euroizovani deo ekonomije, otuda mala korist od veće fleksibilnosti monetarne politike imanentne fleksibilnijim formama deviznog kursa. Pri tome, veliki broj kreditnih i depozitnih aktivnosti je denominovano ili klauzulom vezano za euro, te značajnije fluktuacije kursa (pre svega depresijacija) izazivaju značajne poremećaje sa aspekta bilansa stanja (*balance sheet effect*). Pomenuti problem se naziva valutno neslaganje (*currency mismatching*) aktivnih (primanja, imovina) i pasivnih (dugovi, obaveze) pozicija i u takvim okolnostima veća depresijacija urušava

životni standard građana i ugrožava funkcionisanje preduzeća. Danas se, međutim, širom regiona sreću gotovo svi poznati varijeteti politike deviznog kursa."⁸³

Tabela 1-10: Režimi deviznog kursa u regionu

Zemlja	Režim deviznog kursa
Albanija	Slobodno fluktuiranje
Bosna	Valutni odbor (evro)
Crna Gora	Eurizacija
Hrvatska	Rukovođeno fluktuiranje
Makedonija	Fiksni kurs (evro)
Srbija	Rukovođeno fluktuiranje

Izvor: Marčetić, M. (2012), "Izbor režima deviznog kursa", BIZinfo, Časopis iz oblasti ekonomije, menadžmenta i informatike, br 5/2012, Blace, str 69, http://www.vpskp.edu.rs/bizinfo/data/uploads/ceo_broj/bizinfo5.pdf

"Krećući se od najrigidnijih ka liberalizovanijim režimima srećemo: a) valutnu supstituciju (Crna Gora), b) valutni odbor (Bosna i Hercegovina), c) kontrolisano fluktuirajući kurs (Srbija, Hrvatska, Makedonija), d) nezavisno-fluktuirajući kurs (Albanija). Po kriterijumu "devizne rezerve/novčana masa (M1)", sve države u regionu su, bez obzira na primenjen devizni režim, sposobne da ispune kriterijume potrebne za klasični valutni odbor. Međutim izbor fluktuirajućeg kursa nije dao veću slobodu nosiocima monetarne vlasti u ovom slučaju. Prevelik nivo deviznih rezervi je ipak determinisan nekim drugim faktorima, očigledno, relativno visokim nivoom uvoza robe i usluga."⁸⁴ „Glavna prednost deviznog režima primenjenog u Srbiji od oktobarskih političkih promena vidi se u izbalansiranoj kombinaciji fleksibilnih i rigidnih elemenata. Mada su se ekonomske vlasti deklarativno opredelile za kontrolisano fluktuirajući devizni kurs i zadržale bazne ingerencije nad monetarnom politikom i nadzorom u finansijskom sistemu u nezavisnoj centralnoj banci, sistem sadrži dosta ograničenja i rigidnih elemenata. U Srbiji se, bar u monetarnim operacijama, unilateralno prihvataju identiteti karakteristični za valutni, odbor."⁸⁵

"Galić i Fabris (2006)⁸⁶ su mišljenja da su čvrsti režimi optimalni za zemlje JIE. Izborom nekog od rigidnih režima vodila bi se politika koja bi olakšala integraciju zemlje u EU. U tim slučajevima posle izvesnog vremena potrebno je da se izvrše izvesna usklađivanja nivoa cena jer se odgovornost za inflaciju prenosi na zemlju za čiju valutu se vezuje devizni kurs. Politika vezivanja nacionalne valute za evro unosi element predvidljivosti u spoljnu trgovinu. Negativna strana ove politike deviznog kursa se ogleda u ograničenim mogućnostima vođenja monetarne politike. Ukoliko imamo u

⁸³ Marčetić, M. (2012), "Izbor režima deviznog kursa", BIZinfo, Časopis iz oblasti ekonomije, menadžmenta i informatike, br 5/2012, Blace, str 69, http://www.vpskp.edu.rs/bizinfo/data/uploads/ceo_broj/bizinfo5.pdf

⁸⁴ Ibid

⁸⁵ Marinković, S.(2006), "Izbor deviznog režima: rezultati i ograničenja", Economic Annals no 168

⁸⁶ Galić, J. Fabris, N. (2006), "Politika deviznog kursa kao instrumenta konkurentnosti", Savetovanje ekonomista, Miločer

vidu da je učešće neformalne eurizacije u ovom regionu jako visoko, onda je i bez fiksiranja deviznog kursa limitirana mogućnost instrumenata monetarne politike.

Ističe se da su kreatori ekonomske politike u Srbiji “upali u zamku” težnje da deviznom kursu dodele dva zadatka u ostvarenju makroekonomske stabilnosti. Prvi zadatak je bio obaranje inflacije nakon čega se prešlo na fluktuirajući kurs sa ciljem očuvanja platnobilansne ravnoteže. Rezultat u tom trenutku je najviša inflacija u Evropi i visoki deficit tekućeg računa. Po Fabrisu (2006)⁸⁷ deficit iako visok nije glavna briga ovih zemalja jer je uredno servisiran kapitalnim prilivom kroz proces stranog investiranja. Deficit tekućeg računa može biti i rezultat stranog investiranja kroz visok uvoz sirovina, repromaterijala, opreme. Na kraju je podcrtano da politiku deviznog kursa ne treba nikako žrtvovati radi promovisanja izvoza jer dugoročno neće doneti očekivane rezultate.”⁸⁸

1.16.2 TEORIJA PARITETA KUPOVNE MOĆI

Za određivanje deviznog kursa u dugom roku nacionalni nivoi cena igraju ključnu ulogu. Teorija pariteta kupovne moći (PPP) kretanja deviznog kursa između valuta dveju zemalja objašnjava promenama u nivou cena u tim zemljama. Načelo pariteta kupovne moći važno je zbog njegovih implikacija na vođenje ekonomske politike. Paritet kupovne moći je jedna od teorija na koju se nosioci ekonomske politike mogu osloniti pri procenjivanju veličine odstupanja kratkoročnog ravnotežnog kursa od njegove dugoročne ravnotežne vrednosti. Pojam pariteta kupovne moći veže se uz doprinos švedskog ekonomiste Gustava Cassela sa početka XX veka.

Osnov za razumevanje ove teorije je zakon jedne cene. Prema ovom zakonu, na konkurentskim tržištima koja su oslobodjena troškova transporta i zvaničnih trgovinskih barijera cene identične robe koja se prodaje u različitim zemljama moraju biti jednake kad ih izrazimo u jednoj valuti. Ovaj princip predstavlja jedinu vezu između deviznih kurseva i domaćih cena robe. Teorija pariteta proširuje ovaj zakon sa pojedinačnih proizvoda na opšti nivo cena koji predstavlja skup proizvoda koji ulaze u sastav referentne korpe. PPP pokazuje da su nivoi cena svih zemalja jednaki kada ih iskazemo u istoj valuti.

Tako dolazimo do apsolutne verzije teorije pariteta kupovne moći prema kojoj se ravnotežni kurs između valuta dveju zemalja određuje na temelju odnosa nivoa cena u tim zemljama:

⁸⁷ Fabris, N. (2006), “Izbor režima deviznog kursa u procesu pristupanja Evropskoj uniji” Savetovanje ekonomista Srbije i Crne Gore, Budva

⁸⁸ Marčetić, M. (2012), “Izbor režima deviznog kursa”, BIZinfo, Časopis iz oblasti ekonomije, menadžmenta i informatike, br 5/2012, Blace, str 69,
http://www.vpskp.edu.rs/bizinfo/data/uploads/ceo_broj/bizinfo5.pdf

$$e = P/P' = \frac{\text{cena korpe dobara u domaćoj valuti}}{\text{cena iste korpe u stranoj valuti}}$$

pri čemu je e oznaka za kurs (broj jedinica domaće valute za jedinicu strane valute), a P i P' nivoi cena u zemlji i inostranstvu, izražene u valutama dotičnih zemalja.

Načelo apsolutnog pariteta kupovne moći često ne odgovara realnosti zbog transakcijskih troškova, troškova informacija, carina i drugih prepreka trgovini. Reakcije na međunarodne razlike u cenama bivaju sputane pa ne dolazi do apsolutnog izjednačavanja nivoa cena. Do odstupanja kratkoročnog pariteta deviznog kursa dolazi zbog različitog sastava korpe dobara od zemlje do zemlje koje ulaze u sastav pondera kao i zbog niza nerazmenljivih dobara koje ne učestvuju u međunarodnoj razmeni.

Ako su faktori koji uzrokuju neispunjenje apsolutnog pariteta kupovne moći konstantni u vremenu, vredi relativni paritet kupovne moći (prema Dornbusch, 1987, str. 1076):

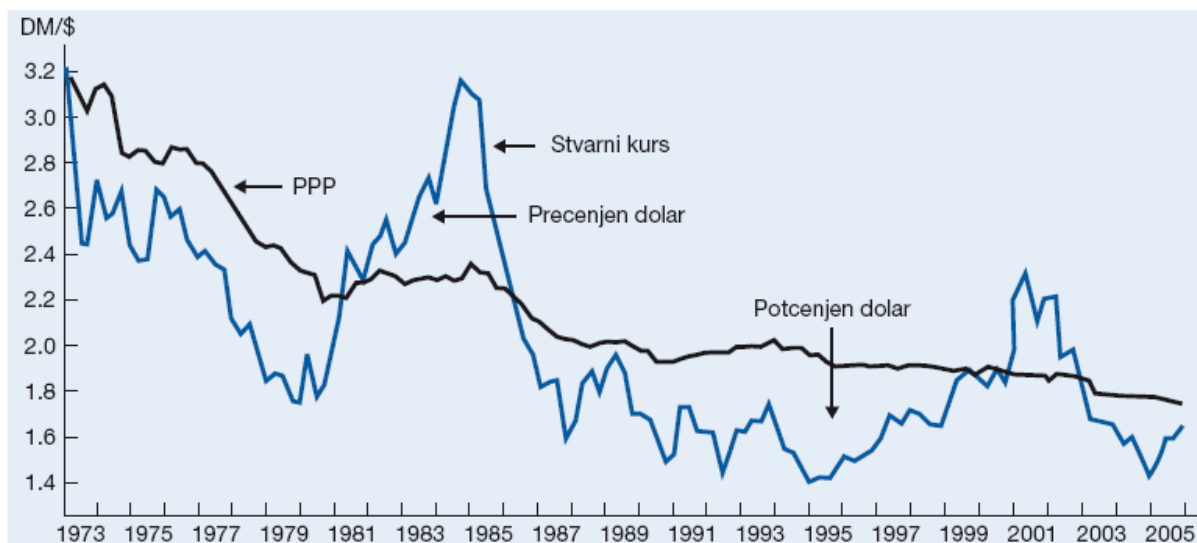
$$e = \Theta P/P^*$$

pri čemu je Θ određena konstanta, koja odražava postojanje različitih faktora koji onemogućavaju ispunjenje apsolutnog pariteta kupovne moći. Relativna varijanta ove teorije ne tvrdi da paritet kupovne snage i valutni kurs moraju biti jednaki, već da promena jedne veličine određuje drugu.

Slika pokazuje stvarni preovlađujući devizni kurs dolara i nemačke marke (linija *DM/US\$* obojena je plavom bojom) i PPP devizni kurs (meren količnikom indeksa potrošačkih cena, crna linija) u periodu fleksibilnog kursa, dakle, od 1973. godine. Uslov važenja teorije apsolutnih pariteta kupovne moći je da se ove dve krive poklope, međutim, one značajno odstupaju. Dolar je bio potcenjen 1973-1980, 1986-2000, i 2003-2005, i precenjen 1981-1985. i 2001-2002⁸⁹.

⁸⁹Salvatore, K. (2009), *Međunarodna ekonomija*, Ekonomski fakultet, Beograd

Grafikon 1-12: Apsolutni paritet kupovne moći u praksi



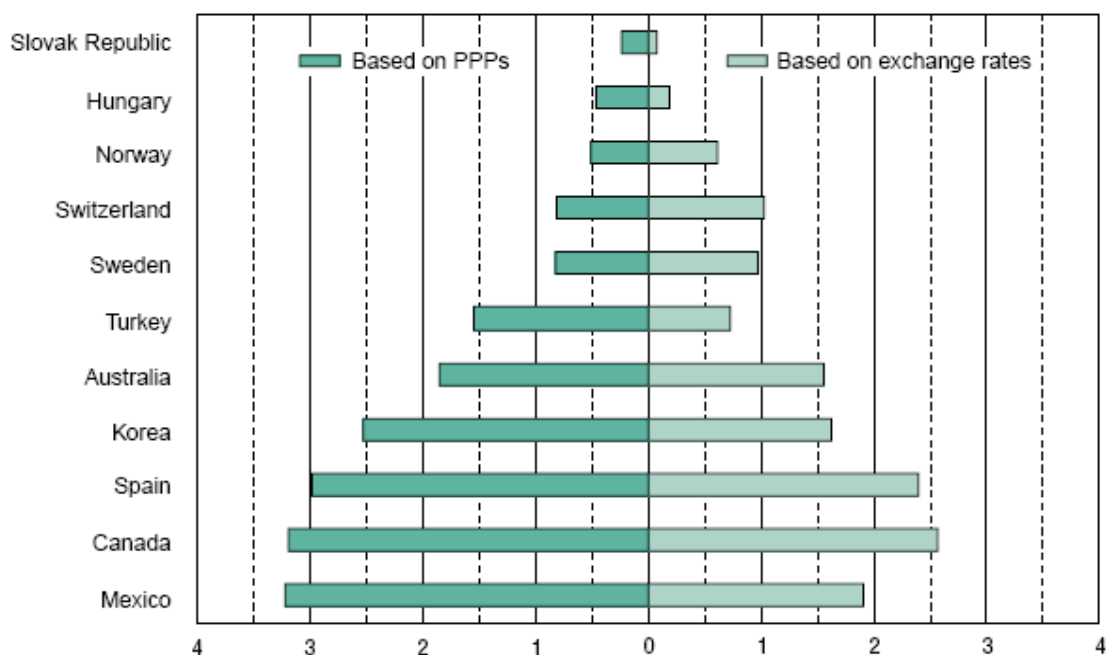
Izvor: Salvatore,(2009), *Međunarodna ekonomija*, Ekonomski fakultet, Beograd

Manjkavost ove teorije je i ta što ne razmatra tokove kapitala kao element koji utiče na formiranje ravnotežnog deviznog kursa. Tokovi kapitala naročito utiču na formiranje deviznog kursa u kratkom roku. Drugi nedostatak teorije leži u zacrtanoj ekonomskoj politici zemlje čija politika cena može biti u funkciji određenog cilja.

Dalja argumentacija se zasniva na tvrdnji da se kod više zemalja (naročito u razvoju) društveni proizvod razlikuje ako se izrazi po PPP ili po važećem deviznom kursu. Na osnovu toga vrednosti BDP zemalja u razvoju su znatno manje ako se iskažu u US\$ nego na osnovu pariteta kupovne moći. Razlog leži u činjenici da je kupovna moć novca veća na domaćem nego na stranom tržištu. Metodologija uporedjenja BDP prema teoriji pariteta kupovnih snaga upoređuje različiti nivo cena po zemljama. Vršiti se komparacija nivoa cena za 3000 dobara i usluga u različitim zemljama. Generalno gap između zemalja sa visokim *per capita* dohodkom i zemalja sa niskim *per capita* dohodkom je manji kada se uporede pokazatelji na bazi PPP umesto deviznog kursa⁹⁰.

⁹⁰ www.oecd.org/std/ppp (pristupljeno 11.11.2010)

Grafikon 1-13: Veličina ekonomije kao procenat ukupnog OECD BDP, 1999, izabrane ekonomije



Izvor: OECD. (2002), Paritet kupovnih moći 1999, rezultati dobijeni benčmarkingom

Delimično objašnjenje ovog fenomena nalazimo u primeni Balaša-Semjulsenovog efekta koji kaže da je odnos cena nerazmenljivih i razmenljivih dobara sistematski viši u razvijenim nego u nerazvijenim zemljama. Produktivnost rada u sektoru razmenljivih dobara u razvijenim zemljama je mnogo veća, ali je istovremeno potpuno ista u sektoru nerazmenljivih dobara u mnogim granama, ali plate u nerazmenljivom sektoru prate one u razmenljivom. Cene nerazmenljivih dobara u nerazvijenim zemljama će pratiti produktivnost razmenljivog sektora pa će i cene biti znatno niže nego u razvijenim zemljama. Zato što se cene nerazmenljivih dobara ne izjednačavaju kroz međunarodnu razmenu, ove distorzije cena se realizuju kroz razliku u PPP⁹¹.

U vezi sa gore razmatranim devijacijama PPP, empirijska istraživanja su dokazala da je potrebno između četiri i pet godina da bi se korigovala tek polovina registrovanih devijacija PPP, dok se godišnje eliminiše tek oko 15 odsto devijacija PPP, što ide u korak sa stavom da PPP bolje funkcioniše u dugom roku. Takodje se očekuje da PPP bolje „radi“ kada je reč o pojedinačnim proizvodima nego o korpi dobara (kada se uključe nerazmenljiva dobra). U slučaju monetarnih i inflatornih poremećaja ova teorija je dokazala svoju validnost, ali je potpuno obmanula u privredama u kojima su u toku strukturne promene.

⁹¹Ovo su potvrdili i Rogoff (*Rogoff*, 1996), Čudri i Kan (*Choudri i Khan*, 2005).

1.16.3 PLATNOBILANSNA TEORIJA O DEVIZNOM KURSU

Sam naziv ove teorije kazuje na njenu osnovnu odrednicu kod definisanja nivoa kursa. On je determinisan stanjem u platnom bilansu zemlje. Deficit platnog bilansa *de facto* znači povećanu tražnju deviza za njegovo finansiranje. Po zakonu ponude i tražnje, kurs raste jer je elastičnost tražnje za devizama u odnosu na njihovu cenu rigidna. Obrnuta situacija je kod suficita. Raste ponuda deviza, pa uz stabilnu monetarnu ponudu na domaćem tržištu kurs domaće valute jača. Na visinu kursa utiče i kvantum monetarnih rezervi zemlje kojim raspolaže Centralna banka u cilju intervenisanja na deviznom tržištu. Isto tako obim i karakter deficita platnog bilansa su determinante od kojih zavisi kretanje kursa. Ukoliko su deficiti jednokratni i mali po obimu, ne moraju uzrokovati promene kursa jer ih je moguće alimentirati intervencijama na deviznom tržištu. Promena deviznog kursa u zavisnosti od situacije u platnom bilansu može biti interakcijom centralne monetarne vlasti (devalvacija i revalvacija) i interakcijom ponude i tražnje na deviznom tržištu (depresijacija, apresijacija). Devalvacija može popraviti stanje platnog bilansa samo ispunjavanjem velikog broja preduslova realnog i monetarnog karaktera. Devalvacijom dolazi do pregrupisanja faktora proizvodnje u one sektore koji obogaćuju izvoznou ponudu i na taj način doprinose pokrivanju deficita, odnosno prelaku iz zone deficita u zonu suficita.

U mere monetarnog karaktera neophodne za uspeh devalvacije svakako spada ograničenje kreditnih plasmana bankarskog sektora kako bi se izbegao efekat stvaranja dodatne uvozne tražnje po osnovu kretanja novca i rasta cena.

Međutim opšte je mišljenje da devalvacija pre ili kasnije uzrokuje porast domaćih cena zbog:

- povećanja tražnje iz inostranstva za domaćom robom;
- povećanja troškova proizvodnje zbog poskupljenja uvoza;
- povećanja novčane mase.

Efekti devalvacije na izvoz i uvoz pored nabrojanih efekata zavise naročito od: elastičnosti inostrane tražnje za izvoznim proizvodima zemlje koja je izvršila devalvaciju; elastičnosti domaće tražnje za izvoznim proizvodima; elastičnosti domaće tražnje za uvoznim proizvodima; elastičnosti domaće ponude izvoznih proizvoda; elastičnosti inostrane ponude uvoznih proizvoda.

Ova teorija nije mnogo relevantna za objašnjenje kursnih odnosa vodećih valuta. Dokaz su SAD koje su imale i imaju veliki spoljnotrgovinski deficit, što se nije mnogo odrazilo na poziciju dolara na svetskim berzama. Ipak je značajnija za objašnjenje kursnih razlika zemalja u razvoju. Zemlje u razvoju nemaju razvijeno finansijsko tržište pa postavke novijih teorija nisu mnogo relevantne. Međutim u poslednje vreme se i u ovim zemljama radi na razvoju finansijskih tržišta, što je doprinelo znatnom prilivu kapitala po osnovu portfolio investicija. I zemlje u tranziciji su primer pozitivnog razvoja finansijskog tržišta i znatnog priliva kapitala. U ovim zemljama se takođe obavlja svojevrsan vid portfolio selekcije. Često visoka stopa inflacije i nagla inflatorna očekivanja utiču na optimizaciju portfolia imovine rezidenata kroz supstituciju novca u

materijalna dobra ili devize. Pojačana tražnja dovodi do rasta cena, daljeg inteviziranja inflacije, rasta deviznog kursa i odliva kapitala u inostranstvo.

Može se konstatovati da je ova teorija osnov za vođenje kursne politike u zemljama u razvoju, ali ne u svom čistom obliku. Valute zemalja su često precenjene, što nije u skladu sa platnobilansnom teorijom. Ona plendira na kurs ravnoteže, odnosno takav kurs koji vodi ravnoteži platnog bilansa. Mnoge zemlje platnobilansnu politiku podređuju politici privrednog razvoja, pa ova teorija ne može biti osnova za vođenje kursne politike.

1.16.4 MONETARISTIČKA TEORIJA DEVIZNIH KURSEVA

Rudimentarni pristup teoriji datira još iz XIX veka i nastala je kao odgovor na pitanje na koji način prekomerno štampanje novca utiče na depresijaciju. Nakon ovih pokušaja Thortona i Ricarda teorija je upotpunjena paritetom kupovnih snaga, da bi oblik kakav u načelu je i danas dobila u radovima Mandela i Johansona⁹².

Teorija se uslovljena sledećim postavkama globalnog monetarizma:

- Privreda se nalazi na nivou pune zaposlenosti (prirodna stopa nezaposlenosti se ne smatra stanjem nedovoljne zaposlenosti – dugoročna Filipsova kriva);
- Tržišta roba su perfektno integrisana, što povlači funkcionisanje zakona jedne cene za sobom;
- Tržišta kapitala su potpuno integrisana. Mobilnost kapitala je potpuna, kamatna stopa je izjednačena i ne postoji tendencija za interesnom arbitražom (seljenje kapitala uzrokovanog razlikama u kamatnim stopama).

Monetaristička teorija deviznog kursa polazi od činjenice da dominantan uticaj na nominalne varijable ima monetarna ponuda. Tražnja novca i brzina opticaja novca su stabilne veličine, odnosno sporo se menjaju faktori koji su od presudnog značaja za ove veličine. Monetarna ponuda je egzogeno određena.

Monetarni pristup shvatamo kao dugoročnu teoriju deviznog kursa jer njome nisu obuhvaćene rigidnosti cena kojima se objašnjavaju kratkoročne tendencije. Štaviše ovaj pristup pretpostavlja da se cene mogu momentalno prilagoditi⁹³ da bi se održala puna zaposlenost i PPP. Postavka pariteta kupovnih snaga dopunjuje navedene premise

⁹²Mundell, R. (1968), *International Economics*, New York, Macmillan

⁹³„Lepljive cene“ su uzrok što u kratkom roku rast kamatne stope dovodi do apresijacije valute, a u dugom roku dovodi do depresijacije valute. U kratkom roku postoji različita brzina promene cena na robnom i finansijskom tržištu. Brzina promena na finansijskim tržištima je daleko veća nego na robnom tržištu. Iako se mnogi proizvodi na robnim tržištima razmenjuju na tržištima na kojima se cene robe striktno prilagođavaju, mnoge cene u privredi su unete u dugoročne ugovore i ne mogu se promeniti istog trenu kad nastupe promene u ponudi novca (nadnice radnika,). Pošto cene proizvoda u mnogome zavise od cena proizvodnje spori tempo kretanja nadnica utiče na ponašanje sveukupnog nivoa cena.

globalnog monetarizma, odnosno: nivoi cena u svim zemljama su jednaki kada se izraze preko deviznog kursa.

Monetaristička teorija se bavi determinacijom deviznog kursa u režimu fluktuirajućih kurseva. „Monetarni pristup u opštem smislu nalaže da devizni kurs, koji predstavlja relativnu cenu dve valute, u dugom roku u potpunosti je određen relativnom ponudom novca te dve zemlje i relativnom realnom tražnjom za novcem“⁹⁴. Fundamentalna jednačina ukoliko posmatramo dve zemlje je:

$$\frac{M_s}{P} = f(y, r) \quad \frac{M_s^*}{P^*} = f(y^*, r^*)$$

Realna tražnja za novcem, deflacionirana indeksom cena, funkcija je realnog dohodka i realne kamatne stope. Ravnoteža na tržištu novca se uspostavlja kada je monetarna ponuda jednaka monetarnoj tražnji. Promene u kamatnim stopama i nivoima proizvodnje utiču na devizni kurs samo posredstvom njihovog uticaja na tražnju za novcem. Do neravnoteže će samim tim doći ukoliko se poremeti neka od gore navedenih komponenti:

- Trajni porast novca će izazvati dugoročni porast nivoa cena i doći će do depresijacije nacionalne valute. Obrnuto smanjenje ponude novca izaziva apresijaciju valute ili smanjenje deviznog kursa.
- Rast kamatne stope u situaciji kad su svi ostali entiteti nepromenjeni dovodi kroz smanjenje tražnje za finansijskom aktivom, do depresijacije nacionalne valute. Do depresijacije dolazi jer se nova ravnoteža na tržištu novca uspostavlja preko povećanja cena.
- Rast proizvoda (nacionalnog dohodka) dovodi do smanjenja deviznog kursa, tj. do apresijacije nacionalne valute. Rast nacionalnog dohodka dovodi do rasta tražnje za novcem i izbacuje sistem iz ravnoteže. S obzirom da kamatna stopa ne može da neutrališe efekte povećanog proizvoda, ravnoteža se mora uspostaviti preko povećane ponude novca, tj. smanjenjem cena. Smanjenje cena vodi apresijaciji valute.

Iako smo konstantovali da rast kamatne stope preko rasta nivoa cena u dugom roku vodi depresijaciji valute, u kratkom roku rast kamatne stope vodi apresijaciji valute. Pitanje je koji mehanizam utiče na ovakvu značajnu razliku. Za adekvatno objašnjenje je bitno upariti teoriju pariteta kupovnih moći sa paritetom kamatnih stopa. Relativna teorija pariteta kupovnih snaga kaže da će promena deviznog kursa u toku godine izjednačiti razliku u stopama inflacije između dve zemlje. Teorija pariteta kamatnih stopa glasi da je domaća kamatna stopa jednaka stranoj kamatnoj stopi plus razlika u očekivanim stopama inflacije između dve zemlje. Pre kombinovanja ova dva pariteta neophodno je pomenuti da pri ostalim nepromenjenim okolnostima, konstantna stopa rasta ponude novca vremenom dovodi do podjednako ustaljene inflacije (rasta nivoa cena), ali promene u dugoročnoj stopi inflacije ne utiču na nivo proizvodnje pri punoj zaposlenosti ni na dugoročne relativne cene robe i usluga. Sada kombinujući ove teorije

⁹⁴Krugman, P., Obstfeld, M. (2009), *Međunarodna ekonomija*, Datastatus, Beograd

dobijamo Fišerov identitet koji konstantuje da se nominalne kamatne stope razlikuju shodno razlici u inflatornim očekivanjima. Zemlja u kojoj su inflaciona očekivanja veća imaće i veću nominalnu kamatnu stopu. Naizgled paradoksalno Fišerov identitet dokazuje da valuta depresira kada kamatna stopa te valute raste u odnosu na kamatne stope inostranih valuta. U dugoročnoj ravnoteži razlika, od koje se polazi u monetarnom pristupu, rast u razlici između domaće kamatne stope i inostranih kamatnih stopa javlja se uslučaju kada očekivana domaća inflacija raste u odnosu na očekivanu inostranu inflaciju. Ova teorija nije primenjiva na kratak rok zato što je nivo cena „lepljiv“.

"Ne postoji koncenzus u empirijskoj literaturi za UIP (*Uncovered interest rate parity*) po kome zemlje sa višim kamatnim stopama beleže tendenciju depresijacije valute. Naprotiv tendencije su u pravcu apresijacije. Umesto da kretanje deviznog kursa izjednačava prinos na domaće i inostrane investicije, prema ocenjenom koeficijentu se čini da kretanje deviznog kursa još više naglašava razliku u kamatnim stopama na osnovu istraživanja Hufnera (2004)⁹⁵.

Flood i Rose (2001)⁹⁶ dokazuju da u periodu krize u istraženim ekonomijama potvrđena je tendencija da zemlje sa višim kamatnim stopama beleže tendenciju slabljenja valute odnosno depresijacije deviznog kursa, ali depresijacija nije jednaka kamatnom diferencijalu. Na onovu rezultata ove studije u režimima fiksnog i fleksibilnog deviznog kursa u mirnim ekonomskim periodima UIP nema empirijsku validnost⁹⁷.

Frenkel (2007)⁹⁸ odstupanje od nepokrivenog kamatnog pariteta posmatra u svetlu trgovine aktivom u različitim valutama. Trgovina valutama podrazumeva da investitor prodaje određenu valutu sa niskim kamatnim prinosom, kupujući drugu valutu sa relativno višim kamatnim prinosom. Teorija nepokrivenog kamatnog pariteta i ovog puta ima problema sa empirijskom validnošću u brojnim empirijskim studijama na različitim uzorcima zemalja u razvoju. U njima se svaki put opovrgavaju postavke UIP uz dokazivanje obrnutih empirijskih tendencija. Ulaganjem u visoko-kamatne valute, investitori odnosno špekulanti ne samo da dobijaju na kamatnom diferencijalu, već su na dobitku i usled apresijacije visoko-kamatne valute. Ovakva trgovanja finansijskom aktivom mogu imati destabilizujuću tendenciju i čak izazvati valutnu krizu. Dileri reaguju na najmanju informaciju o promenama makroekonomskih varijabli zemalja ili promenama makroekonomske politike (npr. očekuje se restriktivna monetarna politika u zemljama sa niskim kamatama).

Dornbuschev⁹⁹ model ekonomske ravnoteže pruža odgovor u pogledu faktora koji determinišu devizni kurs u dugom i kratkom roku. Spomenuli smo tzv. "lepljive cene". Upravo ova razlika u ponašanju cena na robnom i finansijskom tržištu pruža odgovor za

⁹⁵Hufner, F. (2004), "Foreign Exchange Intervention as a Monetary Policy Instrument – Evidence for Inflation Targeting Countries", New York: Physica-Verlag Heidelberg.

⁹⁶Flood, R. P. Rose, K. (2001), "Uncovered Interest Parity in Crisis", <http://faculty.haas.berkeley.edu/aroze/uipcs.pdf>.

⁹⁷ Savić, I., (2011), "Režim deviznog kursa i adekvatna antiinflaciona strategija - perspektive za preduzetničke projekte", master rad, Unverzitet "Singidunum", <https://singipedia.singidunum.ac.rs/preuzmi/41729-rezim...kursa-i...strategija.../1808>

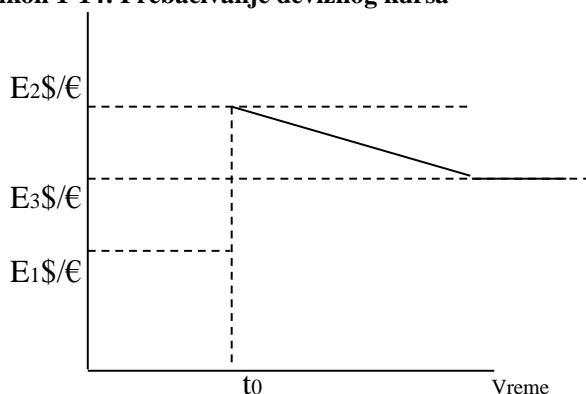
⁹⁸Jeffrey, F. (2007), "Carried Away: Everything You Always Wanted to Know about the Carry Trade, and Perhaps Much More", <http://www.hks.harvard.edu/fs/jfrankel/CarryTradeMilkenInReview.pdf>.

⁹⁹Dornbusch, R. (1976), "Expectation and exchange rate Dynamics", American Economic review

oscilacije deviznog kursa. Usled neravnoteže na novčanom tržištu dolazi do skoka deviznog kursa iznad očekivane stope. Sledi reakcija promene cena proizvoda i usluga i kamatnih stopa (UIP). Reakcija promene cena proizvoda daleko je sporija od reakcije deviznog kursa i kamatnih stopa čije ekonomsko kretanje proizilazi iz uslova kamatnog pariteta. Kao što smo spomenuli u prošlom poglavlju nepokriven paritet kamatnih stopa govori da u uslovima perfektne mobilnosti kapitala domaća kamatna stopa mora da se izjednači sa stranom kamatnom stopom plus očekivana promena deviznog kursa.

Treba imati u vidu da je ovaj model zasnovan na pretpostavci da je nacionalni dohodak unapred dat. Nakon rasta ponude novca dolazi do početne depresijacije deviznog kursa sa $E1\$/\epsilon$ na $E2\$/\epsilon$, koja je veća od dugoročne, tj. trenutna i velika depresijacija domaće valute koja će verovatno zamaskirati sve manje i postepenije promene kursa koje dolaze iz realnog sektora, kao što je promena u spoljnotrgovinskim tokovima. Drugim rečima, indeks cena postepeno raste, dok devizni kurs reaguje momentalno na monetarne poremećaje. Postoji mali vremenski zaostatak do časa kada preko pariteta kamatnih stopa¹⁰⁰ dolazi do ponovne depresijacije dolara u odnosu na evro jer se mora nadoknaditi nastala razlika u prinosima na depozite u korist evra. Drugim rečima, nakon inicijalne velike depresijacije, dolar depresira da bi se eliminisala potcenjenost valute. Kurs se spušta na $E3\$/\epsilon$.(slika). Da nema kratkoročne rigidnosti cena, kamatna stopa ne bi opala zato što bi se cene odmah prilagodile i time sprečile rast ponude gotovinskog novca.

Grafikon 1-14: Prebacivanje deviznog kursa



Izvor: Krugman,P., Obsfeld, M. (2009), *Međunarodna ekonomija*, Datastatus, Beograd

¹⁰⁰Domaća kamatna stopa jednaka je inostranoj kamatnoj stopi plus očekivana depresijacija strane valute. Ako jednostavnosti radi pretpostavimo da je depresijacija jednako nuli, onda će uslov nepokrivenog kamatnog pariteta značiti da je pre rasta ponude novca važno $r = r^*$. Ali neočekivani rast ponude novca u SAD vodi padu kamatne stope u SAD.

1.16.5 PORTFOLIO TEORIJA DEVIZNOG KURSA

U prethodnom poglavlju smo se fokusirali na posmatranje deviznog kursa u dugom roku u zavisnosti od promene finansijske aktive. Portfolio teorija za razliku od monetarističke služi za objašnjenje determinacije deviznog kursa u kratkom roku. Ravnotežni kurs u kratkom roku određen je stanjem i promenama na tržištu novca i kapitala kroz nastajanje njihovih učesnika za optimizacijom svog portfolia. Učesnici na finansijskom tržištu mogu da poseduju domaću i stranu finansijsku aktivu. Ova činjenica i nastojanje ekonomskih subjekata ka optimizacijom svog portfolia u smislu postizanja maksimalnog prinosa i minimalnog rizika čini bazu modela. Još jedna pretpostavka ovog modela je da se radi o maloj zemlji, pa se strane cene i kamatna stopa posmatra kao egzogena varijanta. Strani rezidenti u modelu ne poseduju domaću aktivu. Odluka o zameni finansijske aktive utiče i na platni bilans, pa suficit tekućeg bilansa podrazumeva rast strane finansijske aktive, a deficit smanjenje finansijske aktive.

U modelu vlasnik imovine poseduje: gotovi novac (M), domaće hartije od vrednosti (D), inostrane hartije od vrednosti (F). Držanje domaćeg novca, s druge strane, nema rizika ali ne donosi nikakav prinos, tj. kamatu. Ovi oblici aktive su supstituti, tako da promena vrednosti bilo koje varijable uticaće na ostale. Drugim rečima vrednost imovine u modelu je konstantna, ali dolazi do prekompozicije portfolia. Odluku o učešću domaćih ili stranih hartija od vrednosti učesnici na finansijskom tržištu donose zavisno od kamatnih stopa i očekivanom riziku (neočekivanim promenama deviznog kursa). Prema pristupu uravnoteženog portfolija, ravnoteža na svakom finansijskom tržištu se javlja kada se tražena količina svakog oblika finansijske aktive izjednači sa njihovom ponudom. Devizni kurs se formira u procesu dostizanja ravnoteže na finansijskom tržištu. Na primer, povećanje domaće kamatne stope povećava tražnju za domaćim obveznicama, ali smanjuje tražnju za gotovinom i za inostranim obveznicama. Kako investitori budu prodavali strane obveznice i zamenjivali inostranu valutu za domaću, ne bi li došli do sredstava za kupovinu domaćih obveznica, devizni kurs pada (tj. domaća valuta apresira). Za depresijaciju domaće valute važi obrnut proces, kako bude tekao postupak zamene domaće valute za stranu radi kupovine inostranih obveznica, devizni kurs će rasti (tj. domaća valuta će da depresira).

Prošireni portfolio model uključuje realni dohodak (BDP), nivo cena (P) i bogatstvo zemlje (W). Proširena funkcija tražnje za M, D i F je data sledećom relacijom. Znak iznad svake varijable koja pokazuje da je u pitanju direktna (+) ili inverzna (-) relacija između nezavisne i eksplonatorne varijable.

$$\begin{array}{cccccccc} - & - & - & & + & + & + & + \\ M = f(i, i^*, OA, PR, Y, P, W) \end{array}$$

$$\begin{array}{cccccccc} + & - & & - & & + & - & - & + \\ D = f(i, i^*, OA, PR, Y, P, W) \end{array}$$

$$\begin{array}{cccccccc} - & + & & + & & - & - & - & + \\ F = f(i, i^*, OA, PR, Y, P, W) \end{array}$$

OA je očekivana apresijacija, PR premija na rizik koja kompenzuje dodatni rizik za držanje inostranih obveznica. Vezu ovih varijabli sa gornjom formulom pravimo preko uslova kamatnog pariteta:

$$i - i^* = OA$$

uključimo sada premiju na rizik i zamenimo strane,

$$i = i^* + OA - PR$$

tj. kamatna stopa u zemlji (i) mora biti jednaka kamatnoj stopi u inostranstvu (i^*) plus očekivana apresijacija strane valute (OA) minus premija na rizik na držanje stranih obveznica (PR).

U prvoj jednačini tražnja za domaćim novcem od strane domaćih rezidenata (M) je inverzna u odnosu na domaću (i) i inostranu. (i^*) kamatnu stopu i očekivanu apresijaciju strane valute (OA). S druge strane, što je veća premija na rizik na strane obveznice i što je veći realni dohodak, cene i bogatstvo zemlje, rezidenti generišu sve veću tražnju za novcem. Druga jednačina govori da će tražnja za domaćim obveznicama (D) biti veća što su veći prinosi na domaće obveznice, što je veće bogatstvo zemlje - rezidenti će držati sve više i domaćih i stranih obveznica i novca. Slično tome, što je veće i^* , to će više domaćih rezidenata kupovati strane umesto domaćih obveznica. Slično tome, što su veći Y i P , rezidenti će držati više gotovog novca, a manje D i F . Konačno, što je veće bogatstvo, domaći rezidenti će držati više M i D , i F . što se tiče treće relacije i tražnje za inostranim obveznicama objašnjenje je sledeće - veća premija na rizik na inostrane obveznice smanjiće tražnju za njima. Veće Y i P će uticati da domaći rezidenti povećaju tražnju za novcem i smanje tražnju za obveznicama (stranim i domaćim). S druge strane, domaći rezidenti će tražiti više stranih obveznica što bude veća inostrana kamatna stopa, što bude veća očekivana apresijacija strane valute i što bude veće njihovo bogatstvo.

Neosporno je da portfolio teorija predstavlja značajan doprinos u objašnjenju determinacije deviznog kursa u savremenim uslovima na kratak rok. Međutim da bi portfolio teorija mogla dati navedeni doprinos u objašnjenju determinacije deviznog kursa neophodno je ispunjenje niza postavki. Pre svega, razvijeno finansijsko tržište, potpunu mobilnost kapitala, razučeni oblici tržišnog materijala po širini i dubini. Zato je ona relevantna za objašnjenje kursnih odnosa u razvijenim zemljama, ali veoma malo u nerazvijenim zemljama. Ova ocena takođe nije bezrezervna jer se i u tim zemljama odvija proces portfolio usklađivanja u određenom obimu.

Model uravnoteženog portfolia je slabo testiran, a dobijeni rezultati ne pokazuju značajnu empirijsku verifikaciju. *Frankel* (1984) je u svojoj studiji naveo da je najveći broj varijabli koje objašnjavaju devizni kurs bio suprotan teorijskim postavkama. Ovaj model nije se pokazao preciznim za projekciju kursa. Najpreciznije rezultate u predviđanju kursa je davao model slučajnog hoda. Monetarni i portfolio model su bili precizniji za vremenski horizont od 12 meseci. "Izgovor" za slabo predviđanje ovih modela se traži u velikoj ulozi informacija, "vesti" na formiranje kursa, ali u čestom

formiranju špekulativnih balona izvan ravnotežnog kursa. Iako ove teorije nisu dobile jasnu empirijsku potvrdu to ne znači da su manje značajne ili čak netačne. Dugoročno se očekuje da se devizni kurs kreće u opsegu predviđenom teorijom PPP i uslovima kamatnih pariteta.

1.16.6 FUNDAMENTALNE MAKROEKONOMSKE VARIJABLE KAO DETERMINANTE DEVIZNOG KURSA

„Uzmimo slučaj čoveka koji se najpre popne dva metra uz nasip, a zatim se spusti tri metra. Da li će se udaviti ili neće, zavisi od toga gde se nalazio pre nego što je počeo da se penje. Isti problem nastaje kada treba da utvrdimo da li je neka valuta potcenjena ili precenjena.”

– *The Economist*, 26. avgust 1995.

Postoji velika dilema među ekonomistima da li velika odstupanja oko ravnotežnog kursa utiče na smanjenje bruto nacionalnog proizvoda, kako odrediti ravnotežni nivo deviznog kursa i kakvo je povratno dejstvo po privredu. Novi pravac koji posmatra fundamentalne makroekonomske varijable kao determinante deviznog kursa pokušava da odgovori na ovo pitanje.

Prema relativnoj verziji pariteta PPP, promene ravnotežnih deviznih kurseva jednake su razlici između domaće i strane stope inflacije u određenom periodu za identične korpe roba i usluga. Kod apsolutne verzije PPP ravnotežni devizni kurs se dobija upoređivanjem vrednosti posmatrane robne korpe u nekom momentu. Kod relativne verzije PPP ravnotežni devizni kurs se dobija upoređivanjem vrednosti posmatrane vrednosti korpe izražene u raznim nacionalnim valutama u određenom periodu. Za utvrđivanje ravnotežnog deviznog kursa kod razmatranja fundamentalnih makroekonomskih varijabli se koristi srednjeročni period.

S.Edwards definiše ravnotežni kurs kao “relativni odnos cena proizvoda spoljnotrgovinske razmene sa cenama proizvoda na domaćem tržištu koji za određenu permanentnu vrednost makroekonomskih varijabli rezultira u simultanom uspostavljanju unutrašnje i spoljašnje ravnoteže“. U te fundamentalne varijable (X) koje utiču na devizni kurs po sledećoj formuli:

$$\bar{e} = f(X)$$

ubrajamo, eksterne i interne varijable. Eksterne varijable su: kretanje odnosa razmene, međunarodni transferi, realna svetska kamatna stopa. Interne varijable, one koje su pod uticajem ekonomske politike su carine, kontrola kapitala, kompozicija budžetske potrošnje. Najvažnija varijabla koja nije pod uticajem ekonomske politike je tehnološki progres. Ispitivanjem ovih varijabli kako na tekući tako na ravnotežni devizni kurs dobija se opšti uvid o odstupanjima od ravnotežnog nivoa kretanja kursa. Dobijeni

rezultati pružaju opštu sliku o ključnim makroekonomskim varijablama koje modeliraju kretanje ili odstupanje deviznog od svog ravnotežnog nivoa. Kretanje ravnotežnog deviznog kursa ne može se proceniti za bilo koji period u budućnosti, ali mogu se doneti validne procene za peiod 2-3 godine adekvatnim ekonometrijskim tehnikama.

1.16.7 KAPITALNE TRANSAKCIJE I DEVIZNI KURSEVI

„Ja shvatam da sam se suprotstavio veoma moćnoj plimi. Opšteprihvaćen je stav da finansijska tržišta najbolje rade, te da imaju lekovito dejstvo na disciplinovanje rada centralnih banaka i vlada“

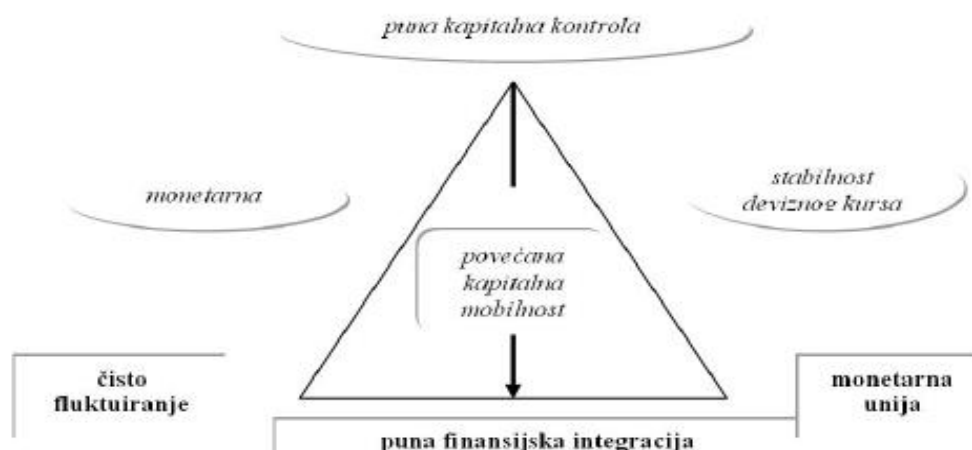
J. Tobin, 1996

Ovaj dobitnik Nobelove nagrade je još davne 1972. godine predložio „ubacivanja klipova u točkove međunarodnih finansija“ u cilju očuvanja autonomije makroekonomske politike. Uočivši da veliki deo kapitalnih transakcija ima špekulativni karakter sa rokom obrta od nedelju dana i kraće, predlago je uvođenje blagog poreza na svaku transakciju na deviznom tržištu, što ne bi uticalo na dugoročna kretanja kapitala.

Argument o autonomiji makroekonomske politike ima direktne posledice na debatu o izboru deviznog kursa. Osnovna slabost fiksnog kursa pri punoj mobilnosti kapitala je to što se više ne može voditi nezavisna monetarna politika. Zemlje koje drže do stabilnosti deviznog kursa ne bi trebalo da odbace sve restrikcije na kapitalne transakcije. Isto tako, zemlje koje daju prednost slobodnom kretanju kapitala trebalo bi što pre da napuste politiku fiksnog deviznog kursa. Ovakav zaključak nastao je kao implikacija nemogućeg trojstva. "Trilema ili nemoguće trojstvo implicira nemogućnost simultanog postizanja monetarne nezavisnosti, stabilnosti deviznog kursa i pune finansijske integracije (videti ilustraciju). U savremenim okolnostima uklanjanja kapitalnih barijera i uključivanja u međunarodno tržište kapitala izbor zemlje se sužava, i kreće ka donjem delu prikazanog trougla. Dakle, u uslovima kapitalne liberalizacije tvrdi pariteti deviznog kursa su podložni valutnim krizama i u tom su smislu neodrživi. U aktuelnim međunarodnim okolnostima kapitalne liberalizacije, trilema otvorene ekonomije bazira se na izboru između dva cilja: monetarne nezavisnosti (fleksibilan devizni kurs) ili stabilnosti deviznog kursa"¹⁰¹.

¹⁰¹ Beker, E., (2006), "Devizno-kursni aranžmani-od ekstrema do "normale" Panoeconomicus 1, <http://www.panoeconomicus.rs/casopis/prvibrojd/devizno%20kursni%20aranzmani%20%20od%20ekstrema%20do%20normale.pdf>

Grafikon 1-15: Nemoguće trojstvo



Izvor: Frenkel, J. (1999), "No single currency is right for all countries at all times", <http://www.nber.org/papers/W7338.pdf>

Od zemalja u tranziciji se zahteva da potpuno liberalizuju kapitalne transakcije. U borbi sa negativnim posledicama priliva kapitala na definisane inflacione ciljeve, monetarna politika će morati da se osloni na standardne instrumente koji su usklađeni sa režimom ciljanja inflacije. Korišćenje smanjenja kamatne stope i sterilisane intervencije, dopunjavaće se međusobno u smanjenju dezinfatornog uticaja priliva. Neki od oblika kapitalnih kontrola koje treba imati na raspolaganju su predstavljeni u sledećoj tabeli.

Tabela 1-11: Mere u cilju smanjenja neto priliva kapitala

	Povećana fleksibilnost kursa koja obeshrabruje kratkoročne spekulativne prilive	Smanjenje kamatne stope u cilju smanjenja podsticaja za prilive	Podsticaj i za strane direktne investicije	Administrativna kontrole priliva kapitala	Liberalizacija odliva	Odlaganje liberalizacije priliva kapitala	Trgovina i FX liberalizacija
Primer u zemljama	primer Republika Češka, Izrael, Poljska	primer Rumunija, Turska	primer Poljska, Mađarska, i 1997. Republika Češka	primer Hrvatska, Rumunija, Republika Češka	primer. Bugarska, Republika Češka, Mađarska, Izrael	primer Poljska, Republika Češka	primer Bugarska, Poljska

Faktori ZA	Pomaže u promovisanju spot i deviznog tržišta derivativa	Donekle ekikasno u suzbijanju spekulativnih priliva, kada su tokovi novca osetljivi na kamate bili važan deo priliva .	Pomoglo je u povećanju priliva i smanjenju nestabilnosti priliva.	Iako podaci ne doprinose zaključivanju , pomogla je u održanju fiksnog kursa povećanjem ročnosti i smanjenjem nestabilnosti priliva .	U mnogim slučajevima postepena liberalizacija izvoza kapitala pomogla je da se smanji neto priliv, i da učini održivijim fiksni kurs	Pomogla je preventivno da ne dođe do međunarodne finansijske krize (ruska, azijska); Korišćene uglavnom za vreme velikih priliva i velike nestabilnosti na svetskom tržištu;	Pomogla je u promovisanju uvoza robe i usluga, smanjujući neto priliv kapitala, posebno u početnim stadijumima integracije
Faktori PROTIV	Efekat sumnjiv kod kratkoročnih priliva, zavisi od toga da li raspon obezbeđuje investitori ma rizik u oba pravca (na primer pomoću asimetričnih obveznica) , ili kurs može lakše da se predvidi.	Ohrabruje priliv kapitala; Donekle ekikasno u suzbijanju spekulativnih priliva, kada su tokovi novca osetljivi na kamate bili važan deo priliva)	Čak i strane direktne investicije su ponekad kratkog daha, pošto se iskoriste svi podsticaji.	Nije u dovoljnoj meri uticalo na obim priliva; Česti sukobi sa zahtevima procesa integracije u EU i OECD.	Često izaziva sukob sa ciljevima liberalizacije (OECD, EU)		

Izvor: Dragutinovic, D. (2008), "Monetarna strategija (politika) u Srbiji ponovo na raskrsnici", Zbornik radova, *Tekuća privredna kretanja*, Ekonomska politika, 2008,

Smanjenje kamatne stope u cilju smanjenja podsticaja za prilive su primenile Rumunija i Turska. Ove mere su ekikasne u suzbijanju spekulativnih priliva, kada su tokovi novca osetljivi na kamate bili važan deo priliva. Administrativne kontrole priliva

kapitala prigrile su Hrvatska, Rumunija, Republika Češka. Negativne strane su što nije u dovoljnoj meri uticalo na obim priliva i čestih sukoba sa zahtevima procesa integracije u EU i OECD. Odlaganje liberalizacije priliva kapitala su korišćene uglavnom za vreme velikih priliva i velike nestabilnosti na svetskom tržištu, ali često inicira sukob sa ciljevima liberalizacije (OECD, EU).

2 OD DEJVIDA HJUMA KA SAVREMENIM MONETARNIM SISTEMIMA

"An international monetary system comprises an exchange rate regime, rules governing the policies that are to be used to adjust payments imbalances, and a reserve supply mechanism to provide assets in which payments imbalances are settled".

(Williamson 1985)

2.1 USLOVLJENOSTI UNUTRAŠNJE I SPOLJNE NERAVNOTEŽE

Da bi ostvarile ciljeve unutrašnje i spoljašnje ravnoteže, zemlje na raspolaganju imaju sledeće instrumente: (1) politiku promene visine rashoda (*expenditure changing policies*), to jest tražnje, (2) politiku restrukturiranja rashoda (*expenditure-switching policies*) i (3) direktne kontrole.

Politika promene visine rashoda uključuje i fiskalnu i monetarnu politiku. Fiskalna politika odnosi se na promene u javnim rashodima, u porezima, u cilju promene nivoa ukupne tražnje za robom i uslugama unutar privrede. Monetarna politika uključuje promene u domaćoj ponudi novca i domaćoj kamatnoj stopi.

Prilagođavanje deviznog kursa je vezano za politiku restrukturiranja rashoda kojom se menja poreklo tražnje, presipajući je između domaćeg proizvoda i uvoza.

Da bismo objasnili kako fiskalna politika utiče na nivo ukupne tražnje polazimo od sledećeg ravnotežnog uslova:

$$I + X = S + M$$

Investicije (I) i izvoz (X) ili priliv u sistem i jednaki su odlivu iz sistema štednji (S) i uvozu (M). Uvođenje sektora države znači da ravnotežni uslov mora da se proširi i postane sledeća jednačina:

$$I + X + G = S + M + T$$

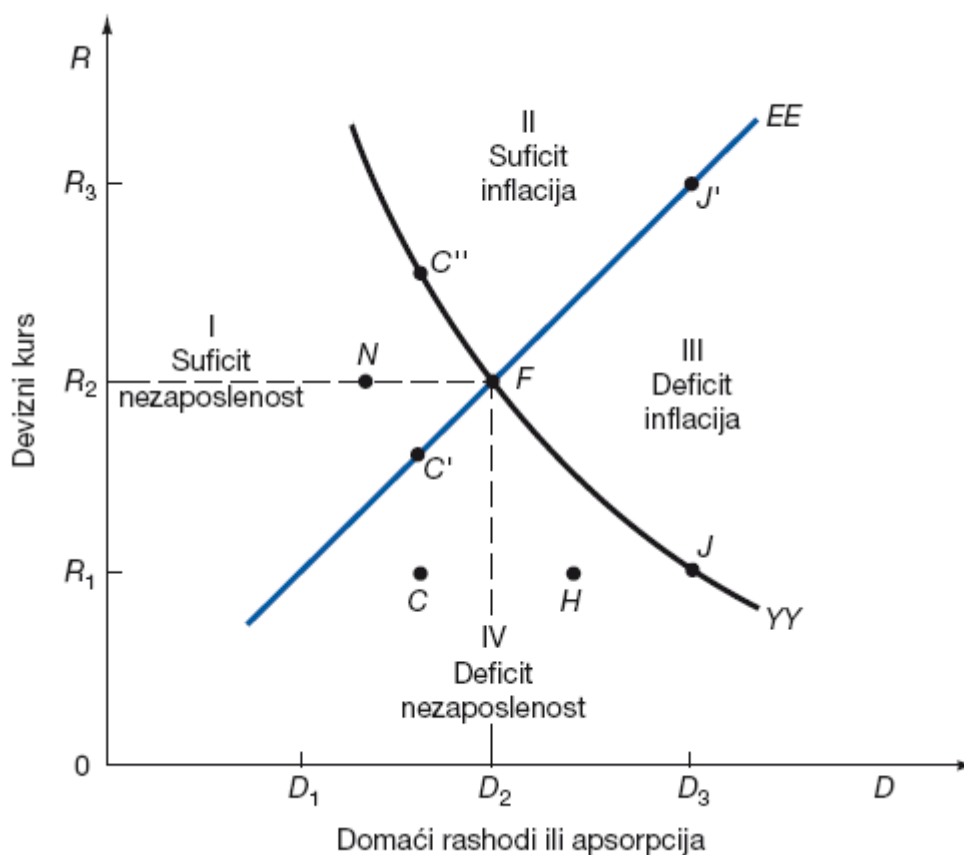
Gde simbolom G označavamo javne rashode, a T su porezi. Prethodna jednačina se takođe može preurediti kao:

$$(G - T) = (S - I) + (M - X)$$

koja nam ukazuje da se budžetski deficit ($G > T$) mora finansirati ili viškom S nad I i/ili viškom M nad X . Ekspanzivna fiskalna politika odnosi se na rast ($G-T$), što se može postići bilo rastom G , smanjenjem T , ili na oba načina. Restriktivna politika biće suprotna od ove.

Pomoću Swonovog dijagrama objašnjava se proces uspostavljanja ravnoteže politikom restrukturiranja rashoda uz pretpostavku da je devizni kurs fiksiran, da je međunarodna aktiva savršeno zamenljiva, i da je primenjiv Maršal-Lernerov uslov.

Grafikon 2-1: Svonov (Swan) dijagram.



Izvor: Salvatore, D.(2009)

U preseku linija EE i YY stvaraju se četiri zone interne i eksterne neravnoteže što nam pomaže da utvrdimo odgovarajuću kombinaciju politika (*policy mix*) kojim ćemo simultano da dostignemo spoljnu i unutrašnju ravnotežu u tački F . Četiri zone makroekonomske „nelagode“ su sledeće:

- Eksterni suficit, interna nezaposlenost (I)
- Eksterni suficit, interna inflacija (II)
- Eksterni deficit, interna inflacija (III)
- Eksterni deficit, interna nezaposlenost (IV)

Sve tačke na krivoj *EE* pokazuju spoljnu ravnotežu, a to sve tačke ulevo pokazuju eksterni suficit i različite kombinacije deviznog kursa i realnih domaćih rashoda, apsorpcije, i njihov efekat na spoljnu ravnotežu. Desno od linije *EE* ukazuju na postojanje eksternog deficita. Tačke na krivoj *YY* su tačke unutrašnje ravnoteže, tačke ulevo pokazuju nezaposlenost a tačke udesno pokazuju da postoji inflacija. Rast iznad tačke *R* predstavlja devalvaciju, a ispod *R* – revalvaciju. Porast *R* (deviznog kursa) sa *R2* na *R3* mora biti praćen rastom *D* (apsorbicija) i sa *D2* na *D3* da bi zemlja mogla da održi spoljnu ravnotežu (tačka *J'* na *EE*). Pad *R* sa *R2* na *R1* mora biti praćen rastom *D* iz tačke *D2* u tačku *D3* da bi se održala unutrašnja ravnoteža. Na primer ukoliko se privreda nalazi u tački *C* moraju porasti i devizni kurs i apsorbcija da bi se postigla simultana ravnoteža. Spoljna ravnoteža se postiže rastom deviznog kursa koji pomera *C* u *C'*, pomeranjem *C* u *C''* dostiže se unutrašnja ravnoteža, ali ne simultano. Iz tačke *N* ravnoteža se postiže jednostavnim povećanjem apsorbcije dostižući tačku *F*. Povećanje apsorbcije automatski povećava uvoz smanjujući suficit u platnom bilansu. Za razliku od tačke *C*, tačka *H* iako u istom kvadrantu zahteva smanjenje apsorbcije i povećanje deviznog kursa.

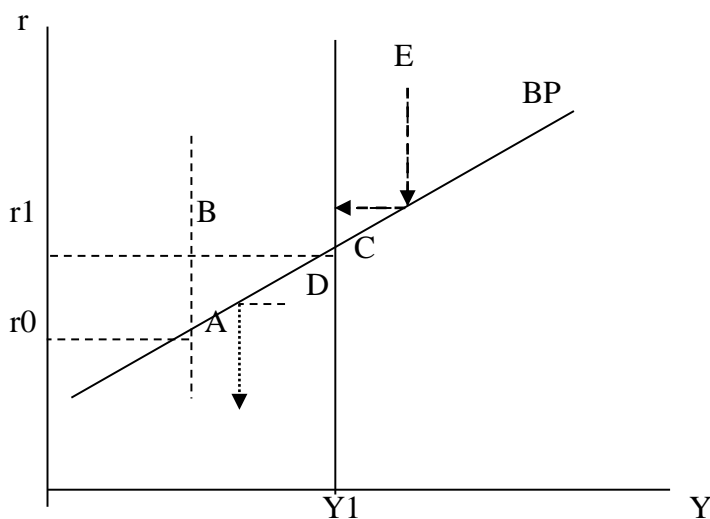
Iako robusna za upotrebu fiskalna politika u režimu fiksnog deviznog kursa je preporučljivija za uspostavljanje narušene ravnoteže pre nego promena deviznog kursa. Kao rezultat nefleksibilnosti deviznog kursa kreatori politike mogu ponekad da se nađu u dilemi. Sa fiskalnom politikom i deviznim kursom označenim u tački *C* na grafikonu postoji nedovoljna zaposlenost i prekomeran deficit tekućeg računa¹⁰². Samo kombinacija devalvacije i fiskalne ekspanzije pomera ekonomiju ka unutrašnjoj i spoljašnjoj ravnoteži.

2.1.1 RAVNOTEŽA U REŽIMU FIKSNOG DEVIZNOG KURSA

Mandel-Flemingovim (Mundell-Fleming) modelom pokazujemo kako zemlja može da upotrebi fiskalnu i monetarnu politiku da bi ostvarila spoljnu i unutrašnju ravnotežu bez promene deviznog kursa. U analizi efekata ekspanzivne monetarne i fiskalne politike smo polazili od stanja unutrašnje i spoljne ravnoteže, pri nepotpunoj zaposlenosti. Nameće se pitanje da li je, pri takvom stanju privrede, moguće povećati nivo zaposlenosti i realnog nacionalnog dohotka, a da se pri tome izbegnu intervencije na deviznom tržištu? Pred nosioce ekonomske politike se postavlja težak zadatak: Na koji način postići unutrašnju ravnotežu uz punu zaposlenost, a da pri tome postoji i spoljna ravnoteža, odnosno da je $BP=0$, u režimu fiksnog deviznog kursa?

¹⁰²Srbija ne bila u ovoj nezavidnoj poziciji u periodu 2000-2003 kada se kreatori makroekonomske politike odlučuju za prelaz na fleksibilan kurs.

Grafikon 2-2: Kombinovana primena fiskalne i monetarne politike u režimu fiksnog deviznog kursa



Izvor: Miljković, D. (2008), *Međunarodne finansije*, Ekonomski fakultet, Beograd

Na x osi (apscisa) je prikazan nacionalni dohodak (Y), a istovremeno se na ovoj osi može prikazati *ekspanzivnost* fiskalne politike, posmatrano od koordinatnog početka. Na y osi (ordinata) se prikazuje kamatna stopa, a na istoj osi se može prikazati *restriktivnost* monetarne politike, posmatrano od koordinatnog početka (viša kamatna stope, veća restriktivnost monetarne politike). Unutrašnja ravnoteža je predstavljena vertikalnom krivom na nivou pune zaposlenosti, pri nivou nacionalnog dohotka $Y1$. Obratimo pažnju na tačku A , koja se nalazi na krivoj platnog bilansa. Zapažamo da je u ovoj tački platni bilans u ravnoteži. Pretpostavimo da u polaznom stanju privrede postoji nezaposlenost (dakle, ne postoji unutrašnja ravnoteža). Ako se kamatna stopa poveća sa r_0 na r_1 , privreda će se pomeriti iz tačke A u tačku B . Sada je platni bilans u tački B u suficitu (tačka B se nalazi levo od krive $BP=0$). To praktično znači, da treba preduzeti mere koje će privredu pomeriti iz tačke B u tačku C , koja se nalazi na krivoj spoljne ravnoteže. U tački C se postiže simultana unutrašnja i spoljna ravnoteža, uz punu zaposlenost. Pitanje je kako doći iz tačke B u tačku C ? Već smo videli da ekspanzivna fiskalna i monetarna politika dovode do pogoršanja tekućeg računa, ali da imaju suprotno dejstvo na kamatnu stopu i finansijski račun: monetarna politika ga pogoršava, a fiskalna poboljšava. Ekspanzivna monetarna politika obara nivo kamatne stope i stimuliše odliv kapitala, platni bilans ulazi u zonu deficita, a unutrašnja ravnoteža se postiže na višem nivou dohotka, ali ispod krive $BP=0$. Nepovoljni efekti se pojačavaju ako nema sterilizacije. Ako se koristi samo ekspanzivna fiskalna politika, tekući račun se takođe pogoršava, ali se finansijski račun popravlja, zato što ekspanzivna fiskalna politika povećava kamatnu stopu. Istovremenom primenom fiskalne i monetarne politike, država može da podesi ekspanziju privrede do nivoa pune zaposlenosti (nivo dohotka $Y1$ u grafikonu), uz preciznu promenu nivoa kamatne stope, koja treba da omogući da se privreda kreće duž BP krive. To može da se postigne zahvaljujući suprotnom delovanju ekspanzivne monetarne i fiskalne politike na kamatnu stopu. Zbog toga se stope ekspanzije moraju pažljivo odmeriti. Pošto BP kriva ima

uzlazni nagib, kamatna stopa mora rasti u meri potrebnoj da se pogoršanje platnog bilansa (usled ekspanzije) pokrije poboljšanjem finansijskog računa.

Dakle, privreda treba da se kreće iz tačke *A* u tačku *C*, duž *BP* krive. Na taj način se izbegava trošenje deviznih rezervi, a privreda može da se zadrži u tački *C* (simultana unutrašnja i spoljna ravnoteža), pri punoj zaposlenosti, i na višem nivou nacionalnog dohotka. Međutim, u praksi se javljaju problemi koji otežavaju koordinaciju monetarne i fiskalne politike. Pre svega, efekti ekspanzivne monetarne i fiskalne politike ne rasprostiru se u privredi podjednakom brzinom, tako da je kašnjenje izraženo u slučaju fiskalne politike.

Situacija se menja ukoliko tokovi kapitala ne reaguju na promene nivoa kamatne stope (pretpostavimo da se radi o savršenoj nemobilnosti kapitala). U tom slučaju, ekspanzivna monetarna i fiskalna politika mogu podići kamatnu stopu na r_2 (tačka *B* u grafikonu), ali platni bilans mora ostati u ravnoteži u tački *B*. To praktično znači da kriva platnog bilansa dobija vertikalni izgled, kao isprekidana linija *AB* u grafikonu. Kada je *BP* kriva u vertikalnom položaju, simultana unutrašnja i spoljna ravnoteža ne mogu se postići isključivom primenom monetarne i fiskalne politike. Može se postići primenom politike promene visine rashoda (*expenditure changing policy*), odnosno promenom tražnje, i politikom preusmeravanja potrošnje (*expenditure-switching policy*), odnosno preusmeravanje tražnje između domaćih i uvoznih proizvoda. Kombinovana primena monetarne i fiskalne politike u procesu dostizanja unutrašnje i spoljne ravnoteže nailazi i na kritike. Jedna se odnosi na brzinu i elastičnost reagovanja kratkoročnih tokova kapitala na promene kamatne stope.

Sledeći prigovor se upućuje uobičajenoj pretpostavci stabilnosti cena, sve dok se ne dostigne stanje pune zaposlenosti. Naime, iskustvo u periodu do 1990-ih godina je pokazalo da su cene rasle znatno ranije pre dostizanja pune zaposlenosti. Nametanje trećeg cilja ekonomske politike (*stabilnost cena*) je, saglasno Tinbergenovim preporukama, zahtevalo primenu još jednog instrumenta ekonomske politike.

Globalizacija svetske privrede i liberalizacija međunarodne trgovine su otklonile problem rasta cena, pa su se zemlje okrenule postizanju održive stope privrednog rasta, kao novom cilju ekonomske politike. Za ovaj cilj je trebalo obezbediti niske dugoročne kamatne stope, što je u protivrečnosti sa tradicionalnom matricom strukture kamatnih stopa, po kojoj su kratkoročne kamatne stope niže od dugoročnih. Isto tako, ako kasne signali iz privrede nakon primene kombinovanih mera, i ukoliko kasni reagovanje na ove signale, mogu nastupiti poremećaji u privredi, čak veći nego u slučaju da nisu primenjivane nikave mere.

Konačno, nije zanemarljiva ni kritika u pogledu dobre dijagnoze stanja privrede, koje zahteva precizno utvrđivanje intenziteta i vremenskog horizonta primene monetarne i fiskalne politike. Manjak potrebnih informacija može dovesti do neslaganja između monetarne i fiskalne vlasti, i blokade u sprovođenju ekonomske politike. Rešenje za ovu situaciju u literaturi je poznato kao pitanje dodeljivanja, odnosno pitanje uparivanja ciljeva i instrumenata za njihovo postizanje¹⁰³.

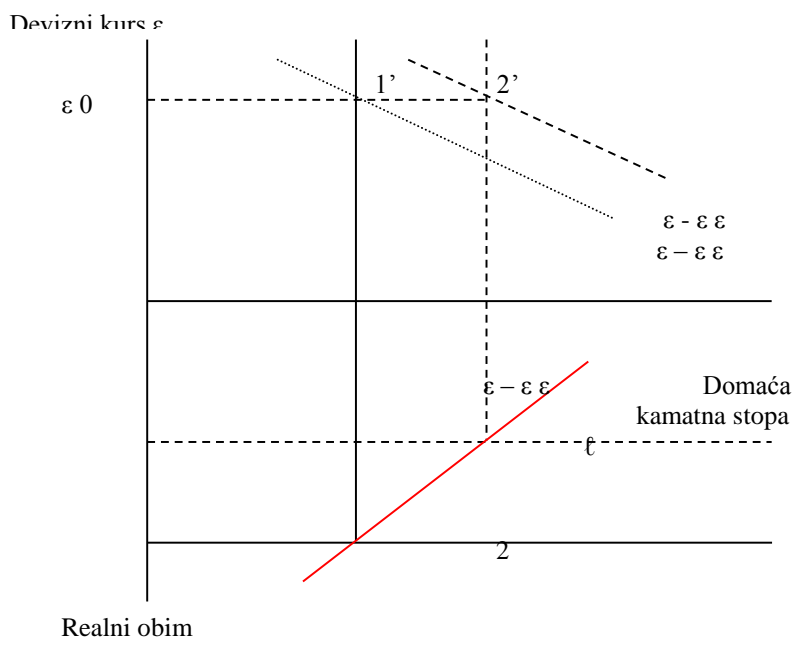
¹⁰³ Izvor: Miljković, D. (2008), *Međunarodne finansije*, Ekonomski fakultet, Beograd

2.2 KARAKTERISTIKE PLATNOBILANSNIH KRIZA U REŽIMU FIKSNOG DEVIZNOG KURSA

S obzirom na uzroke, u literaturi o valutnoj krizi mogu se razlikovati tri generacije modela. Prva generacija ("modeli špekulativnog napada") nastala je kao pokušaj objašnjenja valutnih kriza u Meksiku (1973.-1982.) i Argentini (1978.-1981.). Modeli iz te generacije upućuju na neprimerenu makroekonomsku politiku kao glavni uzrok valutnih kriza. Modeli druge generacije se odnose na samoispunjavajuće valutne krize. Naime privreda može biti podložna valutnoj špekulaciji i kada nije u tako lošem stanju da se kolaps fiksnog režima ne može izbjeći. Sve do ranih devedesetih intelektualni okvir promišljanja o valutnim krizama sadržan je u prvoj generaciji modela valutnih kriza, tj. u modelu špekulativnog napada. U sklopu toga modela valutna se kriza posmatra isključivo kao naglo smanjenje međunarodnih rezervi zbog napada na valutu te kao neizbežna promena deviznog režima ako napad završi uspešno. Nekonzistentnost ekspanzivne monetarne i fiskalne politike s fiksnim deviznim kursom podsticaj je za špekulativni napad. Tako je valutna kriza zapravo rezultat loše makroekonomske politike i racionalne arbitraže špekulanata.

Prvi formalni model valutne krize iznesen u Krugmanovom radu (1979.) daje osnovni intuitivni uvid u prvu generaciju modela valutnih kriza. Krugman tvrdi da valutnu krizu uzrokuje ekspanzija kredita. Takva situacija rezultira postupnim gubitkom deviznih rezervi, kao što se vidi na sledećem grafikonu.

Grafikon 2-3: Beg kapitala, Ponuda novca i kamatna stopa



Izvor: Krugman, P., Obstfeld, M. (2008), *Međunarodna ekonomija*, datastatus, Beograd

Na grafikonu je prikazana ravnoteža na finansijskom tržištu u tački 1 (na tržištu novca) i u tački 1' (na deviznom tržištu), sa fiksnim deviznim kursom e_0 . Ponuda novca je u skladu sa početnom ravnotežom. Zbog naglog pogoršanja tekućeg računa na deviznom tržištu se očekuje da će doći do devalvacije. Ovakva očekivanja prikazana su u vidu krive koja izražava očekivani prinos u domaćoj valuti na depozite. Da bi se postigla ravnoteža na deviznom tržištu (tačka 2') potreban je rast domaće kamatne stope jednak očekivanom prinosu:

$$i^* + (e_1 - e_0) / e_0.$$

Međutim do čišćenja na deviznom tržištu ne dolazi odmah i kamatna stopa je ispod ravnotežne, tj. ispod međunarodne kamatne stope. Tržište opaža mogućnost zarade i nastaje jagma za međunarodnom aktivom. Centralna banka je primorana da brani fiksni kurs, smanjujući ponudu novca svojim rezervama.

„Očekivanja buduće devalvacije izaziva platnobilansnu krizu koju odlikuju nagli pad rezervi i rast domaće kamatne stope iznad scenske kamatne stope. Isto tako, očekivana revalorizacija izaziva nagli porast inostranih rezervi zajedno sa padom domaće kamatne stope ispod svetske kamatne stope“¹⁰⁴. Ovakav sled dešavanja i gubitak rezervi nazivamo begom kapitala jer dugovanje sa tekućeg računa predstavlja odliv privatnog kapitala.

Sličan sled dešavanja će se desiti ukoliko dođe do ekspanzije kredita u domaćoj zemlji. Naime, uz pretpostavku ravnoteže na tržištu novca i zadovoljenja kamatnog pariteta uz fiksni devizni kurs domaća kamatna stopa jednaka je onoj u inostranstvu. Ekspanzijom kredita ponuda novca će premašiti potražnju za domaćom valutom (koja se neće promeniti s obzirom da tržište u ranoj fazi ne očekuje promenu kursa). Zbog viška likvidnosti na tržištu novca učesnici na tržištu povećaću potražnju za stranom valutom. Da bi u toj situaciji monetarna vlast dovela tržište novca u ravnotežu, centralna banka mora prodavati međunarodne rezerve za domaću valutu. Takođe će se neko vreme međunarodne rezerve postupno smanjivati, i to po stopi jednakoj stopi rasta domaćih kredita. Kad se međunarodne rezerve potpuno iscrpe, devizni kurs se mora promeniti jer centralna banka više nema međunarodnih rezervi za održavanje fiksnoga deviznog kursa.

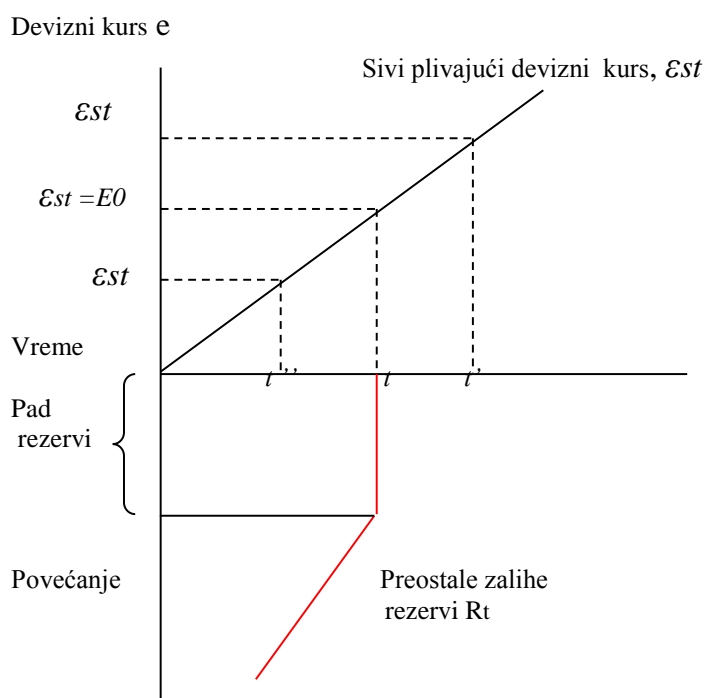
2.3 ŠPEKULATIVNI NAPADI I VALUTNA KRIZA

S dobro informisanim, racionalnim špekulantima, do napada na valutu i valutno restrukturiranje portfelja doći će čim učesnici na tržištu shvate da mogu očekivati pozitivan prinos na špekulaciju (Aziz, Caramazza, Salgado, 2000.). Kada rezerve padnu na dovoljno niskom nivou, doći će do špekulativnog napada, pri kojem će špekulanti

¹⁰⁴Krugman, P., Obstfeld, M. (2008), *Međunarodna ekonomija*, Datastatus, Beograd

kupiti preostalu zalihu međunarodnih rezervi, nakon čega centralna banka nema alternative nego da promeni devizni režim. Iako je nekonzistentnost makroekonomske politike koja osuđuje devizni režim na propast, moguće prepoznati unapred, nije profitabilno napasti valutu prerano ili čekati s napadom predugo (Burda i Wiploš, 2001). Jedno od najvažnijih postignuća prve generacije modela jest mogućnost predviđanja trenutka špekulativnog napada u kojem će međunarodne rezerve odjednom pasti na nulu jer investitori neće čekati kolaps fiksnog režima zbog postupnog iscrpljivanja rezervi. U slučaju kada je kolaps deviznog kursa posledica državne politike može se na osnovu ekonomske teorije predvideti tačan datum izbijanja krize, objašnjenje je dato pomoću sledećeg dijagrama.

Grafikon 2-4: Vreme nastupanja platnobilansne krize



Izvor: Krugman, P., Obstfeld, M. (2008), *Međunarodna ekonomija*, str 499.

Objašnjenje je dato pomoću monetarnog pristupa platnom bilansu. Polazi se od osnovnih pretpostavki ponašanja državnih politika, a to je da je kurs fiksiran na e_0 , ali se očekuje prelaz na fluktuirajući devizni kurs u slučaju drastičnog smanjenja rezervi R . Takođe centralna banka toleriše ujednačeno povećavanje potraživanja. Sivi plivajući devizni kurs, ϵ_{st} , ima rastući trend jer se prema monetarnoj teoriji deviznog kursa očekuje konstantna inflacija plivajućeg kursa koji nije podržan deviznim rezervama. Vreme t označava vreme kada se e_0 i sivi plivajući kurs izjednačavaju. Gubitak rezervi R_t nastaje tačno u trenutku kada se tržište finansijske aktive čisti. Tempom rasta potraživanja smanjuju se devizne rezerve, tako da se očekuje potpuni gubitak deviznih rezervi u vremenu t' , kada se prelazi na fluktuirajući devizni kurs ϵ_{st} . Naravno špekulanti neće čekati taj trenutak već će pokušati da izvuku maksimalnu korist u

vremenu neposredno pre toga, a to je t' . Špekulativni napad neće nastupiti pre vremena t u svakom slučaju.

Zbog jednostavnosti Krugmanovog modela postoje različite dopune njegovog modela koje su uključivale dodatne pretpostavke. Modeli prve generacije valutnih kriza imaju nedostatak. Pretpostavka o pasivnom ponašanju države – tj. o tome da vlada, iako zna da centralna banka gubi međunarodne rezerve i da će jednom morati promeniti devizni režim, neće ništa preduzeti – u suprotnosti je s realnošću. Teza da valutnu krizu uzrokuje promena temeljnih makroekonomskih varijabli čini jednostavnim njeno izbegavanje. Potrebno je sprovesti mere kojima se te varijable svode na održivom nivou, odnosno mere konzistentne s održanjem fiksnog kursa¹⁰⁵.

2.4 RAVNOTEŽA U REŽIMU PLIVAJUĆEG DEVIZNOG KURSA

Nakon sloma bretonvudskog sistema mnoge države prelaze na fluktuirajuće kurseve. Krajem 2005. godine polovina od 186 zemalja koje su bile članice MMF-a izabrala je neki oblik fleksibilnog deviznog kursa. Pri ovom sistemu monetarne vlasti zemlje preuzimaju odgovornost da intervenišu na deviznom tržištu da bi izravnali kratkoročne fluktuacije deviznog kursa bez pokušaja da utiču na dugoročne trendove. Ovo se može postići korišćenjem politike suprotstavljanja matici (*“leaning against the wind”*). Činilo se da je konflikt unutrašnje i spoljne ravnoteže zauvek rešen. Prve sumnje u večiti model javile su se već sredinom 80-tih godina. Velike platnobilansne neravnoteže i poremećaje u funkcionisanju globalne ekonomije je primetio i pokušao da objasni ekonomista R. Solomon¹⁰⁶. Solomon primećuje da je svakako potrebna međunarodna kordinacija za usklađivanje globalnih disbalansa, ali i navodi nekoliko ekonomskih razloga koji su uticali na formiranje ovih poremećaja na početku funkcionisanja fleksibilnih kurseva. Krizu eksternog prilagođavanja 80-tih godina izazvana je stimulisanom domaćom tražnjom industrijskih zemalja koje nisu imale u vidu sličnu makroekonomsku politiku. To dovodi do rasta sirovinskih cena i na kraju do porasta inflacije. U periodu 1981.-82. u nastojanju da smanje inflaciju mnoge zemlje vode restriktivnu fiskalnu politiku. Tada pak nastaje recesija. Nakon 1982. SAD povećavaju budžetske deficite usled velikih vojnih rashoda, dok Japan i Nemačka beleže visoke stope štednje. Visoka platnobilansna neravnoteža se operacionalizovala i preko apresijacije američkog dolara prema nemačkoj marki i japanskom jenu.

U prethodnom sistemu, da bi održale svoje kurseve fiksnim u odnosu na dolar, centralne banke su morale da se prilagode zadržavajući strogu kontrolu nad svojim kamatnim stopama i novčanom masom. U novom režimu centralne banke su mogle da adekvatno reaguju na unutrašnje šokove promenom monetarne politike. Devalvacija je sada bila

¹⁰⁵Krznar, I.(2004), “Valutna kriza, teorija i praksa sa primenom na Hrvatsku”, Hrvatska narodna banka

¹⁰⁶Solomon, R. (1990/91), “Potential gains and Obstacle to International Policy of Coordination, Future of international Monetary, Financial and Trade Cooperation for Development”, ECPD/WSBM

moguća recimo u slučaju nezaposlenosti ili revalorizacija za umirenje pregrejane privrede. Prednosti plivajućeg kursa su u suzbijanju inflatornog talasa iz inostranstva koji je kao što smo videli delovao poražavajuće u prethodnom sistemu. Mehanizam na osnovu kojih se jedna zemlja izoluje od ovakvih inflatornih tendencija jeste paritet kupovnih moći koji važi za dugi rok.

Primena plivajućih kurseva je ipak bila prilično kontroverzna. Kao nedostatke režima plivajućih kurseva nabrojaćemo: disciplina centralnih banaka je labavija, česte fluktuacije deviznih kurseva mogu da deluju destabilizujuće što može biti loše po unutrašnju i spoljnu ravnotežu, i već pomenute konkurentne devalorizacije kroz neusklađene ekonomske politike. Zamka plivajućih kurseva je preekspanzivna monetarna i fiskalna politika koje mogu da pokrenu inflacionu spiralu, s obzirom da ne postoji prevelika briga o deviznim rezervama. Fiskalna ekspanzija pak može da dovede do apresijacije deviznog kursa što može da zaustavi inflaciju. Oponenti plivajućeg kursa isticali su u njegovu štetnost za međunarodnu trgovinu kroz nesigurnost cena koju on izaziva, takođe veća nesigurnost u prinose na investicije, smanjuje tokove kapitala. Izvoznici bivaju nesigurni u pogledu cene koju će ostvariti u budućnosti, forsirajući terminske transakcije. Ipak ostaje utisak da su centralne banke uspele da se odupru iskušenjima, uglavnom zahvaljujući stavu o stabilnoj valuti kao poželjnom programu.

Kontroverza o uticajima deviznog kursa na trgovinu i investicije se ipak čini neodrživa jer se međunarodno finansijsko posredovanje, a i i trgovina značajno povećalo posle 1973. Uvođenje plivajućeg kursa je izazvao rast globalne finansijske industrije i bogaćenje od intertemporalne trgovine. Takođe su razvijeni inovativni finansijski instrumenti koji su pomagali tržištima da izbegnu šokove. Ostala argumentacija koja ide u prilog plivajućem kursu je: autonomija monetarne politike, simetrija svetskih monetarnih uslova (FED više nije imao centralnu ulogu u kreiranju montarne politike sveta) i devizni kursevi su u funkciji automatskih stabilizatora. Ipak, devizni kurs kao automatski stabilizator izaziva drugačije probleme. Iako ukupni proizvod i nivo cena mogu da budu zaštićeni od realnih poremećaja, neki sektori u privredi mogu da budu pogođeni. Promene realnog deviznog kursa mogu da nanesu štetu, uzrokujući prekomerne probleme u prilagođavanju pojedinih sektora i stvarajući zahteve za povećanom protekcijom.

Međutim, sada su nastali strahovi od kompetitivnih devalorizacija (kojima bi svaka zemlja pokušavala da podstakne sopstveni izvoz). Devalorizacija može lako da učestvuje u domaćem inflacionom procesu. Podizujući cene roba utiče direktno na radnike da traže povećanje svojih nadnica. Takođe depresijacija može da podigne cene uvoznih sirovina. Odgovor cena bio bi veoma brz u zemljama koje imaju visok udeo uvoznih dobara u potrošačkoj korpi (kao što je naša zemlja). Iako se devizni kurs prilagođava monetarnim uticajima iz inostranstva, na kratak rok on biva prezasićen različitim kratkoročnim uticajima monetarne pa i fiskalne politike. Prvih dana postojanja sistema rukovođeno fleksibilnih kurseva načinjeni su ozbiljni pokušaji da se ustanove pravila fluktuiranja koja bi sprečila lanac kompetitivnih devalorizacija, što bi verovatno značilo povratak na haotične uslove iz 1930-ih.

Bez obzira na nove kontroverze raskid sa zlatnim standardom se činio konačnim. U skladu sa Sporazumom iz Jamajke, MMF je prodala šestinu svojih rezervi zlata na slobodnom tržištu u periodu 1976. i 1980. (i iskoristila prihode da pomogne

najsiromašnije zemlje u razvoju) ne bi li tako demonstrirala svoju rešenost da eliminiše zlato (“taj varvarski relikv”, po rečima Kejnosa) kao međunarodnu rezervnu aktivu. Zvanična cena zlata je bila ukinuta, a bilo je dogovoreno da ubuduće zemlje članice MMF-a neće vršiti uzajamne transakcije u zlatu. Sporazumom sa Jamajke iz 1976. formalno je priznat sistem rukovođeno fleksibilnih kurseva, a zemljama je dozvoljeno da samostalno izaberu režim deviznog kursa, sve dok se ne pokaže da svojim postupcima štete svojim spoljnotrgovinskim partnerima ili svetskoj privredi u celini. Ovi sporazumi (*Jamaica Accords*) potpisani su aprila 1978. godine.

U svakom slučaju model sa fiksnim deviznim kursovima sigurno ne bi preživio dva naftna šoka koji su usledili posle 1973 godine. MMF, irelevantan tokom 40-tih i 50-tih godin, biva fokalna tačka napora za popravku slomljenog monetarnog sistema. Povećani tokovi kapitala i trgovine uneli su novu nestabilnost u tekuće račune i MMF je pozivan kostantno u pomoć. Ekonomska nesreća u obliku internacionalne recesije i povećanja cena nafte, podržana nestabilnošću deviznog kursa proširila je haos u platnim bilansima širom sveta. Posle napuštanja fiksnog kursa industrijalizovane zemlje kao Japan i druge zemlje zapadne Evrope nisu imale platnobilansnih problema, niti potrebu za likvidnošću. Ali svet u razvoju nije mogao lako da ignoriše dramatične promene u njihovim deviznim kursovima, skok cena nafte je ostavio mnoge od ovih zemalja nesposobne da zatvore gep u bilansu plaćanja. Kako su se smenjivale 70 - te 80 - te MMF je imao novog klijenta, zemlje u razvoju i nedovoljno razvijene. Takođe javili su se novi članovi – zemlje izvoznice nafte sa srednjeg istoka. Zemlje kao što su Kuvajt i Saudijska Arabija imale su ogromne količine novca od kojeg je deo otišao na članstvo u međunarodne organizacije, a deo je investiran u američke banke i dalje investiran u nerazvijen svet. MMF se dobro snašao u finansiranju deficita zemalja koje je jako pogodio nagli skok cene nafte.

Fond je smatrao da su suficiti zemalja izvoznica nafte strukturne prirode i da se ne mogu otkloniti u kratkom roku, već je za njihovo prilagođavanje potreban duži vremenski period. Rešenje za velike platnobilansne deficite se našlo kroz recikliranje platnobilansnih suficita zemalja OPEC-a ka zemljama uvoznicama nafte koje su tako došle do načina za finansiranje deficita. Fond je pomagao finansiranje naftnih deficita ustanovljenjem privremenih naftnih olakšica (1974. i 1975.), pod uslovom da zemlja ne uvodi trgovinska i devizna ograničenja i da zemlja napravi srednjoročni stabilizacioni plan sa merama za štednju¹⁰⁷. Takođe privremeno je podignuta kreditna tranša sa 25% na 37,5%.

Program strukturnog prilagođavanja je predstavljao jedan od najkontrovrznijih programa Fonda. S obzirom da su programi MMF-a uključivali popunjavanje praznina deficita platnog bilansa, stabilizaciju valuta, izbegavanje devalvacija, institucijama su bile potrebne fundamentalne makroekonomske reforme da bi izbegle deficite platnog bilansa. Stabilizacija valuta i držanje pod kontrolom masivnih kapitalnih tokova uglavnom zahteva politiku deflacije domaće ekonomije, kao što je podizanje kamatnih stopa i smnjenje državnog budžeta. Mnogi kritičari se drže stava da takve mere najviše utiču na najslabije članove društva. Program uglavnom reže izdatke za obrazovanje, zdravstvo, socijalne izdatke koji su uglavnom potrebni najsiromašnijima. Visoke

¹⁰⁷Garritsen de Vries, M. (1987), *Balance of payment adjustment 1945-1986*, IMF Washington D.C.

kamatne stope utičući deflatorsno na ekonomiju smanjuju zaposlenost. Siromašni slojevi društva nemaju mogućnost prebacivanja imovine i kapitala u inostranstvo. Nedostatak ovih Fondovih programa i njegovih američkih promotera je u fokusu zadnjih godina. Program u Meksiku 1995, sa podrškom Klintonove administracije, doveo je do velikog pritiska na plate najnižeg sloja. Slične kritike su došle iz Azije gde je Fondovo strukturno prilagođavanje i pokušaji stabilizacije valute doveli do političkih nemira i ekonomskog kolapsa. Dalji propusti su napravljeni u Rusiji. MMF je viđen kao produžena ruka ciljeva američke administracije ka otvaranju drugih tržišta putem privatizacije i reformi.

2.5 MONETARNA I FISKALNA POLITIKA U REŽIMU PLIVAJUĆEG DEVIZNOG KURSA

U cilju razmatranja monetarne i fiskalne politike u režimu plivajućeg deviznog kursa u standardni IS-LM model mora se uključiti mobilnost kapitala. Potpuna mobilnost kapitala na svetskom tržištu kapitala propratno eliminiše razlike u prinosima i to uslovljava izjednačavanje kamata $r=r^*$ ¹⁰⁸, a očekivana stopa depresijacije je 0. Da bi domaća kamatna stopa ostala na tom r^* , intervencija centralne banke na deviznom tržištu moraju prilagoditi ponudu novca tako da r^* bude jednako agregatnoj tražnji za domaćim novcem i realnoj ponudi novca.

Da bi razmotrili kakav je uticaj fiskalne i monetarne politike u IS-LM modelu u režimu fluktuirajućeg deviznog kursa potrebno je proširiti analizu za uticaj realnog deviznog kursa. Prethodnu formulu realnog nacionalnog dohotka proširujemo za taj uticaj:

$$Y=A(Y,r) + X(e) - M(Y, r, e)$$

Pretpostavka pri ovoj analizi je da su cene unapred date, to znači da na promenu nominalnog kursa možemo gledati kao promenu realnog kursa. Da bi objasnili kako realni kurs deluje u ovom modelu polazimo od stanovišta Maršal – Lernerove teoreme u kojoj pri ispunjenosti uslova elasticiteta, depresijacija dovodi do rasta izvoza i smanjenja uvoza, a samim tim i na rast realnog nacionalnog dohotka i obrnuto depresijacija dovodi do povećanja deficita u tekućem bilansu i smanjenju nacionalnog dohotka. Entitet kojim objašnjavamo ravnotežu u platnom bilansu je sledeći:

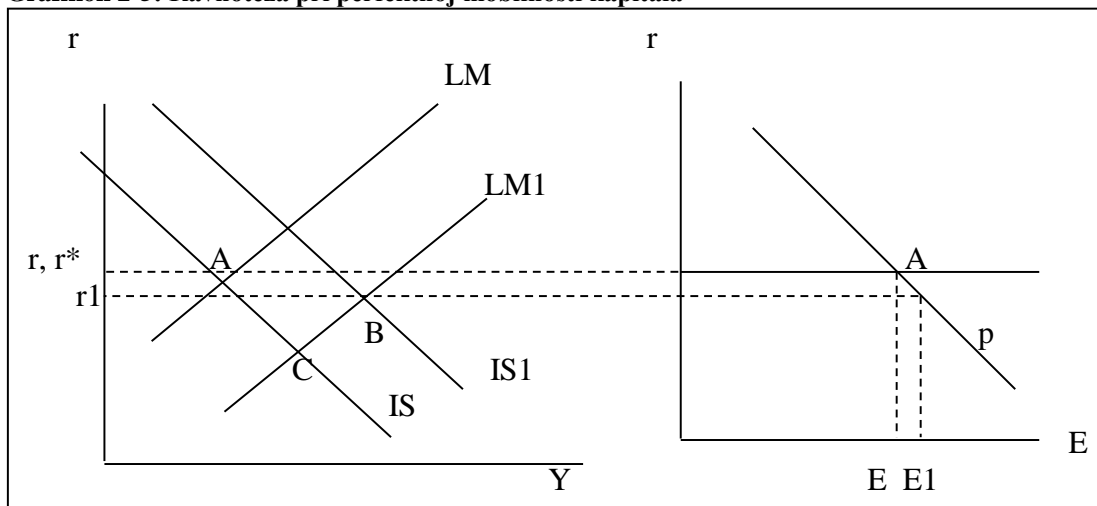
$$X(e) - M(Y, r, e) + K(r) = 0$$

seče krivu IS u tački C. U tački C nije postignuta eksterna ravnoteža zato što u toj tački imamo deficit u platnom bilansu. Deficit je posledica deficita u kapitalnom bilansu zbog

¹⁰⁸Burda, M., Viploš, Č. (2004.), *Makroekonomija*, CLDS, treće izdanje, Beograd

Pri perfektnoj mobilnosti kapitala u režimu fluktuirajućeg deviznog kursa platni bilans teoretski je uvek u ravnoteži. Model se proširuje sa nepokrivenim paritetom kamatne stope.

Grafikon 2-5: Ravnoteža pri perfektnoj mobilnosti kapitala



Izvor: Miljković, D., (2008), *Međunarodne finansije*, drugo izdanje, CID

Gde je (r) domaća kamatna stopa (r^*) egzogeno određena kamatna stopa, a na x osi je nominalni devizni kurs. Kriva p predstavlja očekivani prinos od hartija od vrednosti, a tačka A ravnotežu na osnovu nepokrivenog pariteta kamatnih stopa.

$$r = r^* + \frac{Ee - E}{E}$$

Desno od krive p prinos na domaće hartije od vrednosti je veći od prinosa na strane hartije od vrednosti. Veći devizni kurs favorizuje domaće hartije od vrednosti za date kamatne stope. Monetarna ekspanzija pokreće krivu LM u položaj LM1 pri čemu se postiže samo tranzitorna unutrašnja ravnoteža u tački C. Smanjenje kamatnih stopa u toj tački i povećanje investicija uz depresijaciju nacionalne valute dovodi do povećanja nacionalnog dohodka, pa se kriva IS pomera gore desno i dolazimo do nove simultane ravnoteže i veći nacionalni dohodak u tački A.

Efekat fiskalne ekspanzije u režimu fluktuirajućeg deviznog kursa u situaciji kada imamo perfektu mobilnost kapitala identičan je efektu monetarne ekspanzije u režimu fiksnog deviznog kursa tj. promene se manifestuju kroz nominalne veličine. G.Mankiw (2012), sumira uticaj mera fiskalne i monetarne politike na realni BDP i devizni kurs u sledećim tabelama:

Tabela 2-1: Uticaj mera fiskalne i monetarne politike na realni BDP

Egzogene promene	Efekti na realni BDP	
	Fiksni devizni kurs	Plivajući devizni kurs
Ekspanzivna fiskalna politika	Raste	Nema efekta
Ekspanzivna monetarna politika	Nema efekta	Raste
Rast stranih kreditora	Pada	Raste

Izvor: Mankiw, G. (2012), *Macroeconomics*, Worth Publishers

Tabela 2-2: Uticaj mera fiskalne i monetarne politike na devizni kurs.

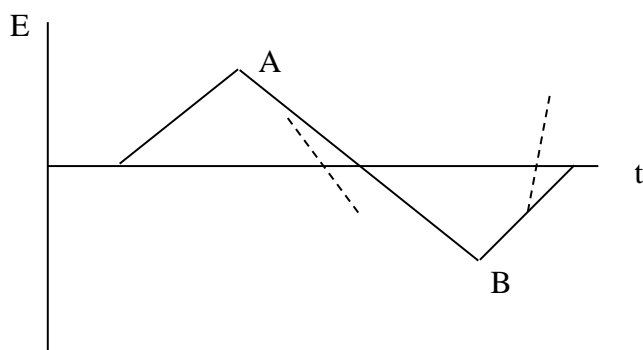
Politika	Režim deviznog kursa					
	Plivajući			Fiksni		
	Y	e	NX	Y	e	NX
Fiskalna ekspanzija	0	raste	pada	raste	0	0
Monetarna ekspanzija	raste	pada	raste	0	0	0
Uvozne restrikcije	0	raste	0	raste	0	raste

Izvor: Mankiw, G. (2012), *Macroeconomics*, Worth Publishers

2.6 KARAKTERISTIKE PLATNOBILANSNIH KRIZA U REŽIMU PLIVAJUĆEG DEVIZNOG KURSA

Postavlja se pitanje kako špekulanti napadaju fluktuirajući devizni kurs kada važi pravilo nepokrivenog kamatnog pariteta i centralna banka nema obavezu da ga brani. Prostor za napade špekulanti nalaze u sezonskim i cikličnim oscilacijama deviznog kursa. Sezonske oscilacije nastaju kada zemlja ima veća plaćanja od potražnje za stranim sredstvima plaćanja. U tom trenutku na deviznom tržištu dolazi do veće potražnje za stranom valutom i jačanja njene vrednosti u odnosu na vrednost domaće valute. Obrnuti proces se dešava kada država ima veća potraživanja nego plaćanja. Na sledećem grafikonu je predstavljen navedeni proces.

Grafikon 2-6: Destabilizirajući efekat špekulativnog napada u režimu fluktuirajućeg deviznog kursa



Izvor: Miljković, D., (2008), *Međunarodne finansije*, drugo izdanje, CID

x - osa predstavlja vremensku dimenziju, a y osa devizni kurs. U tački B je prikazan pozitivan saldo u poslovanju sa inostranstvom koji znači depresijaciju nacionalne valute. U tački A je depresijacija nacionalne valute. Za špekulante je ovaj prostor koji se u sezonskim oscilacijama kreira između tačke A i tačke B dovoljan za ostvarivanje profita. U tački A će povećati tražnju za domaćom valutom (koja je u tom momentu depresirala) dok će u tački B prodati iste i tako zaraditi na kursnim razlikama. Sama špekulativna akcija utiče na promenu kursa i te promene će biti jače ili slabije zavisno od inteziteta tih akcija. Kada vrednost valute pređe tačku B špekulanti su uspeli da destabilizuju deluju na devizno tržište.

Postoje situacije u kojima špekulanti sami kreiraju razliku između kursa nacionalne i strane valute. Kupovinom strane valute utiču na depresijaciju nacionalne valute. Efektom ugledanja drugi učesnici na deviznom tržištu povećavaju potražnju za devizama i na taj način doprinose daljem slabljenju domaće valute. Špekulanti tada prodaju stranu valutu drugim učesnicima i zarađuju na kursnoj razlici.

2.7 SNAGA I SLABOST BRETONVUDSKOG SISTEMA

Slično kao zlatni standard pre njega, stari bretonvudski sistem se oslanjao na fiksne kurseve koji omogućavaju stabilno okruženje za rast međunarodne trgovine. Ipak, bretonvudski sistem je razumeo da je povremeno prilagođavanje neophodno, pa je promena pariteta bila deo sistema. Takođe, postojalo je razumevanje da će rastućoj svetskoj ekonomiji biti potrebno mnogo više nego date zalihe zlata, da bi se izbegle skupe epizode deflacije. Dakle, potreban je mehanizam koji će stvoriti dovoljnu likvidnost i takođe obezbediti tu likvidnost da bude u pravo vreme na pravom mestu. Posle drugog svetskog rata i nestabilnog predratnog monetarnog modela koji je izazvao,

jasna je zebnja i motivacija za kreiranjem novog stabilnog monetarnog okruženja. Volja za dostizanjem sporazuma je kontrast sa sadašnjim iskustvom kao što su propali pregovori u okviru trgovinskih pregovora u Dohi ili pokušaji da se reformišu MMF posle kriza iz 1990 –tih. Bretonvudski sistem iz 1944 je bio drugačiji jer je postojala zajednička percepcija da nešto nije u redu sa predratnom strukturom i da je potreban jedan čitav novi sistem.

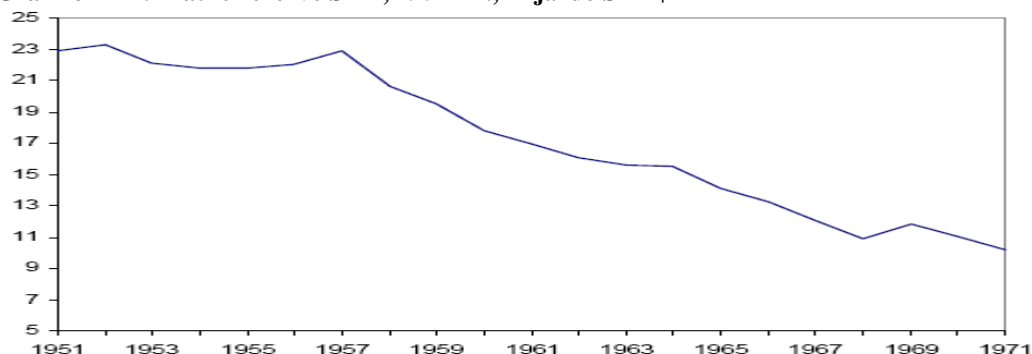
Kejnsov plan je bila radikalna sugestija. On je predložio međunarodnu valutu za poravnanje „bankor“ koju bi emitovala međunarodna klirinška unija. Devizni kursevi prema bankoru bi bili fiksni iako bi klirinška unija odobravalu promene. Nacije bi mogle da se pozajme, ili jednostavno da akumuliraju deficite i suficite, od klirinške unije. Klirinška unija bi bila međunarodna banka poslednjeg utočišta. Plan je prevideo činjenicu da je centralna banka nešto više od sposobnosti da se štampa novac. Uloga centralne banke je da se održava stabilnost finansijskog sistema, a sve ostalo je u drugom planu. Kejnsova klirinška unija, čini se, bila bi poslednje utočište sa bezgraničnom sposobnošću da se stvara novac, ali plan nije sadržao segment političke moći da se utiče na nacionalne ekonomije na igru po pravilima. Uz aktivno tržište novca za međubankarska potraživanja i refinansiranje, banke mogu da izbegnu krize likvidnosti. Da bi ova institucija funkcionisala mora da poseduje ekonomske i političke moći koje su tada, a i sada nemoguće, niti je moguće prevazići suverenitet koji dozvoljava međunarodnoj centralnoj banci da određuje monetarnu i fiskalnu politiku¹⁰⁹.

Plan koji je pobedio je onaj koji su forsirali Amerikanci - imao je slične ciljeve, stabilizaciju deviznih kurseva, poboljšanje likvidnosti iako manje ambiciozno, olakšanje trgovine. Razlike između Kejnsovog i Vajtovog plana ne čine se velikim, ali predstavljaju drugačije viđenje Sveta.

Vajtov tj. američki plan je prevagnuo i MMF je osnovan. Istorija je pokazala da privredni razvoj ide uporedo sa razvojem međunarodnih ekonomskih odnosa, pa je bilo potrebno „kreirati“ sistem koji će podržavati razvoj međunarodnih ekonomskih tokova. Sporazum je obavezivao države da održavaju kurs svojih valuta u okviru 1% u odnosu na njihov fiksirani dolarski paritet. SAD je imala zadatak da drži fiksni zlatni standard od 35US\$ po unci zlata i da bude spremna da razmeni dolare za zlato po toj ceni bez ikakvih restrikcija ili ograničenja. Da bi neka zemlja sprečila depresijaciju valute u većem procentu od dozvoljenih jedan odsto, ona je morala da povlači svoje dolarske rezerve i da kupuje (povlači) sopstvenu valutu, ili bi, kada bi trebalo sprečavati valutu da apesira, zemlja morala da kupuje dolare (i da tako povećava svoje devizne rezerve) ne bi li na taj način valuta ostala u zadatim granicama od \pm oko pariteta. Kada je sistem nastajao SAD su bile u posedu tri četvrtine svetskih zaliha zlata.

¹⁰⁹Wachtel, P. (2006), “ Understanding the Old and New Bretton Woods ”, In Search of a New Bretton Woods: Reserve Currencies and Global Imbalances, Florence, Italy

Grafikon 2-7: Zlatne rezerve SAD, 1951-71., milijarde SAD\$



Izvor: IMF, International Financial Statistics

Rezerve zlata SAD kao što se vidi na slici su značajno padale tokom godina postojanja bretonvudskog sistema, a u daljem izlaganju ćemo videti zašto. Do 1960, zalihe zlata su se smanjivale, ali SAD i dalje poseduju pola svetskog zlata. Sve do kraja 1950-ih i početka 1960-ih, kada su druge valute postale potpuno konvertibilne, dolar je bio jedina rezervna valuta, tako da je ovaj sistem praktično bio zlatno-dolarski standard. 1958, većina valuta je bilo konvertibilno, i time se smatra završenom prva epizoda u razvoju svetskog monetarnog sistema. Neki autori smatraju da je postizanjem konvertibilnosti dostignut maksimum ovako postavljenog sistema.

Dez ekvilibrijum je okarakterisao ceo bretonvudski period. Tokom prvih godina postojanja postojao je veliki disbalans platnih bilansa između SAD i devastiranih privreda Zapadne Evrope. Proces prilagođavanja nije bio automatski, već su ga kontrolisale i upravljale njima vladajuće strukture. Možemo reći da je proces platnobilansnog prilagođavanja u tom periodu bio visoko ispolitizovan. Plan MMF-a, za razliku od čistog zlatnog standarda, afirmisao je primat unutrašnjih ekonomskih ciljeva, koji uključuju punu zaposlenost, na štetu brige o bilansu plaćanja. MMF je pokušao da inkorporira i određenu fleksibilnost za zemlje koje se susretnu sa problemima platnobilansne ravnoteže. U cilju ispunjenja tog zadatka dozvoljavao je zemljama članicama da u skladu sa uzrocima neravnoteže koriste finansijske pozajmice i promene vrednosti svoje valute u odnosu na dolar. Finansijska sredstva su se odobravalala članicama koje su imale kratkoročne probleme sa deficitom tekućeg bilansa, a onim zemljama čiji su deficiti bili posledica „fundamentalne neravnoteže“ odobravana je korekcija pariteta. Fundamentalna neravnoteža nikad nije definisana, ali se pretpostavlja dugoročna neravnoteža platnog bilansa. Sredstva Fonda se nisu smela koristiti za povećanje monetarnih rezervi zemlje članice, velika dugoročna kretanja kapitala, rekonstrukcija šteta nastalih ratom, i pomoć. Ukratko sredstva su se mogla koristiti samo za tekuće transakcije i kratkoročno¹¹⁰. Između 1948-tih i 1970-tih godina nije bilo mnogo podešavanja pariteta, takođe masa MMF-ovih pozajmica je bila prilično skromna.

Stabilnost deviznih kurseva je moguće održati samo ako postoji kompatibilna cenovna stabilnost među zemljama. Ukoliko se cene menjaju bilo zbog inflacije ili deflacije u

¹¹⁰ Garritsen de Vries, M. (1987), *Balance of payment adjustment 1945-1986*, IMF Washington D.C.

zadatoj ekonomiji, devizni kursevi se moraju simultano menjati ili njihovi pariteti bivaju zastareli. U ovom slučaju platnobilansni deficit ili suficit brzo se povećava a takva situacija je utoliko gora ukoliko su kursevi u startu loše postavljeni, što je bio čest slučaj u MMF sistemu. Nacijama su bile odobravane široke diskrecije oko određivanja pariteta. Primera radi ukoliko britanski ekonomski ciljevi proizvode godišnju inflaciju od 6%, a SAD forsiraju politiku koja rezultira 4% inflacijom, devizni kursevi bi u ovom slučaju trebalo da se prilagode u cilju izbegavanja platnobilansnih neravnoteža. Očigledno je postojala kontradiktornost MMF-ovih ciljeva za stabilnošću deviznog kursa, jer nije postojao jednostavan mehanizam za podešavanjem deviznog kursa bez izazivanja haosa. Deflacija ekonomije više nije bila opcija. MMF-ov sistem je ovakvom politikom nagrađivao špekulante koji su vršili pritisak na kurseve dok država ne iscrpi svoje rezerve braneći kurs.

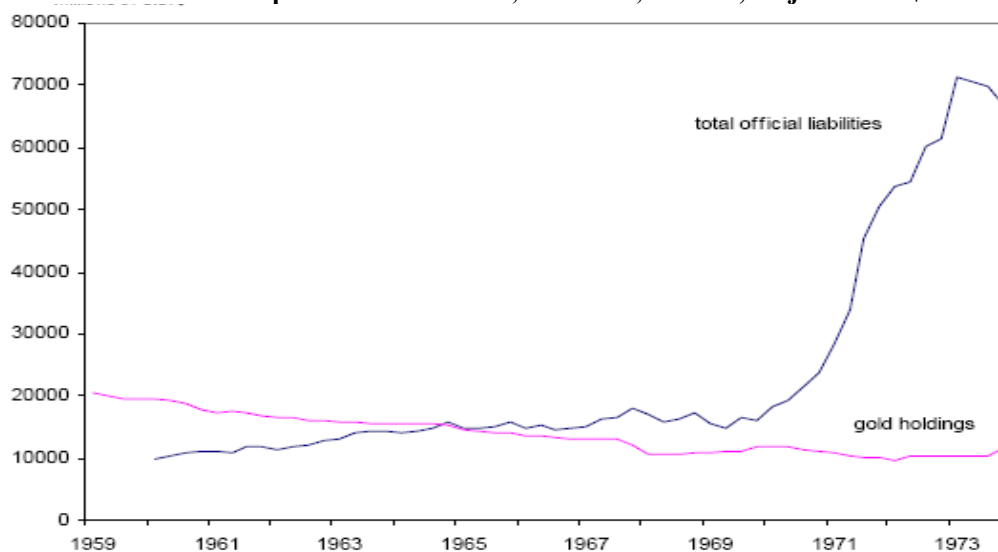
Može se sa sigurnošću reći da je za krivac za slom bretonvudskog sistema leži u nedostatku automatskog mehanizma prilagođavanja platnobilansnih neravnoteža. Domaća ekonomija je zaštićena od tražnje koju bi proizvela fluktacija zlata ili drugih rezervi. Sistem fiksnog kursa sprečavao je tržište od određivanja njegove ravnotežne cene. Zbog toga što su postojale velike razlike između nacionalnih monetarnih politika, neke metode su bile potrebne za prilagođavanje promenama u relativnoj vrednosti valuta koje su produkt diferencijalnih stopa inflacije i štednje. Zemlje nisu bile jednako voljne da žrtvuju ciljeve pune zaposlenosti i socijalne politike za ciljeve platnog bilansa. Ukratko, efikasno sredstvo za zatvaranje gega platnog bilansa automatski nije postojalo. Koncept platnobilansnog prilagođavanja MMF se zasnivao na komplementarnim neravnotežama kapitalnog računa. Zemlje sa suficitom u platnom bilansu bi izvozile dugoročni kapital, kojim bi se kompenzovao deficit tekućeg računa zemalja u razvoju. Često su za odgovornost za platnobilansne krize zemalja u razvoju bile optuživane suficitne zemlje, gomilajući svoje monetarne rezerve plašeći se posledica ekspanzivne tražnje. Veoma su retko revalvirale svoju valutu iz straha od nezaposlenosti. Ovo je izazivalo stvaranje neravnomernog rasporeda međunarodne likvidnosti. Veličina eksternih deficita SAD i ostalih deficitarnih zemalja brže je rasla u odnosu na raspoloživa sredstva likvidnosti. Prosečna stopa rasta trgovine je bila sve manja, a međunarodna likvidnost je dostigla najniži nivo 1969. godine. Rezerve su tada pokrivalo samo 30% svetskog uvoza za razliku od perioda do 1952 kada je taj odnos bio 85%¹¹¹.

Jedna od najvećih slabosti posleratovskog bretonvudskog sistema je što su obeshrabrivani tokovi kapitala. Pretpostavljalo se da će debalansi tekućeg računa biti brzo korigovani zlatnim rezervama i pozajmljivanjem od međunarodnih organizacija, MMF-a, koji će predvideti odgovarajuće poravnanje kursa. Istovremeno, 60-tih i 70-tih godina značajna aktivnost kratkoročnog kapitala značila je da se stare institucije bretonvudskog sistema moraju prilagoditi. Razlog zašto je MMF odobravao devizna ograničenja je iskustvo iz međunarodnog perioda koji je pokazao da su kretanja kratkoročnog kapitala destabilizatorski delovala na platni bilans i devizni kurs. Kretanja kratkoročnog kapitala je nemoguće kontrolisati pri fiksnom deviznom kursu, prema „nemogućem trojstvu“.

¹¹¹ Stojanović, D. (1983), *Međunarodne finansije*, Svjetlost, Sarajevo,

Razlog za kontrolu kretanja kapitala je nastala tražnja za finansijskim sredstvima posle rata od strane zemalja u razvoju koje su pristupile industrijalizaciji¹¹². Velika tražnja za kapitalom bi rezultirala povećanjem kamatnih stopa, što bi dalje usporilo ekonomski rast. Živo kretanje kratkoročnog kapitala derogiralo je jedini preostali element platnobilansnog prilagođavanja. Međunarodni kapital brzo je reagovao na promene kamatnih stopa ugrožavajući svaki koncept prilagođavanja. Krizu prilagođavanja Fond je pokušao da razreši povećanjem međunarodne likvidnosti, povećanjem kvota i kreiranjem SPV.

Grafikon 2-8: Zvanična pasiva i rezerve zlata, kvartalno, 1959-73, milijarde SAD\$



Izvor: IMF, International Financial Statistics

Fiksni kursevi su bili razumna opcija sve dok tržište kapitala nije počelo da premašuje rezerve zlata i dolara (vidi dijagram). Svaka veća zemlja je morala da instalira kontrole kretanja kapitala u bilo kojoj formi. Neuspeh u pokušaju da se sterling učini konvertibilnim 1947. značio je da će dolar biti u funkciji likvidnosti. Kao rezultat svega dolar je bio tražen kao rezervna aktiva koja će finansirati svetsku trgovinu. Ovi faktori sa konjunkturou ekonomskog oporavka Evrope doveli su do deficita američkog balansa plaćanja. Drugim rečima američki deficit je bio poželjan i čak neophodan za međunarodnu ekonomiju. Ono što se nije moglo odrediti je koliki deficit je bio dovoljan za finansiranje svetskog rasta. Posle uspostavljanja konvertibilnosti u mnogim zemljama 1958. godine centralne banke su počele da kupuju velike količine zlata od SAD sa svojim dolarskim rezervama, što je smanjivalo američke rezerve zlata i izazivalo zabrinutost.

Tokom 60-tih godina evropske zemlje postaju stabilnije okruženje, sa zavidnim razvojnim performansama, sa konvertibilnim valutama i tada počinje sumnja u funkcionisanje bretonvudskog sistema. Počinje da raste nesigurnost da li će dolar održati svoju vrednost, što nas dovodi do Trifinovog paradoksa (1960). On je ukazao

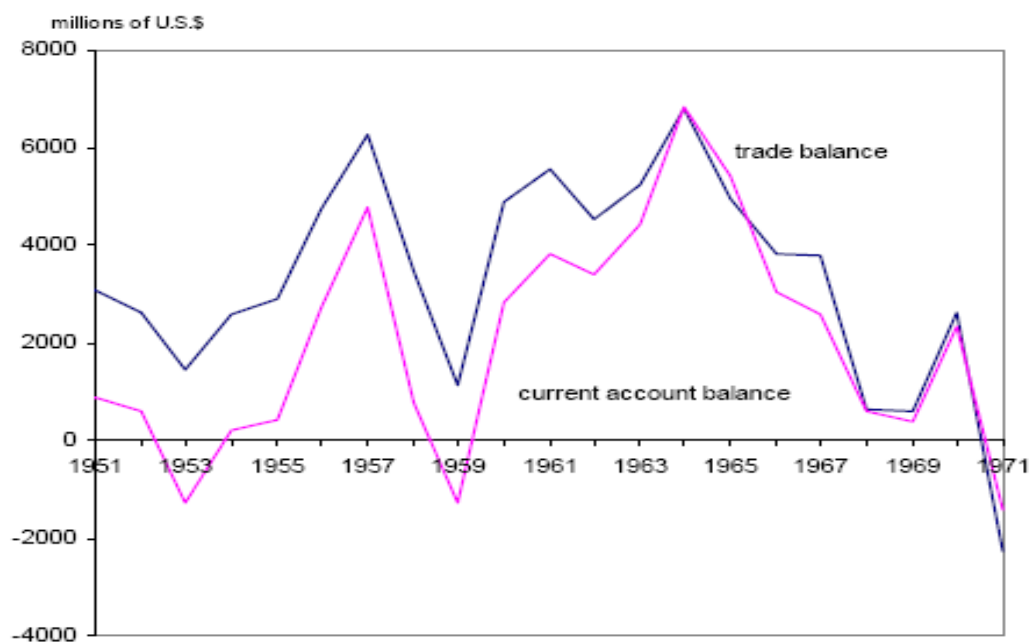
¹¹² Stojanović, B. (1991), *MMF i Jugoslavija*, Ekonomski institut Beograd

da je fundamentalni dugoročni problem bretonvudskog sistema problem poverenja¹¹³. Tokom vremena potrebe centralnih banaka za održanjem određenih deviznih rezervi su rasle, tako je rasla i njihova imovina u dolarima sve dok nije premašila američke rezerve zlata. U nekom trenutku SAD ne bi bile spremne da ispune svoje obaveze ukoliko bi svi koji drže dolare odlučili da konvertuju svoje dolare u zlato po ceni od 35\$ za uncu.

To bi dovelo do problema nepoverenja, centralne banke bi prestale da akumuliraju dolare, pa čak i da dovedu do pada sistema pokušavajući da unovče dolare. Jedno od rešenja bi bilo povećanje cene zlata, ali takvo povećanje bi bilo inflatorno i ponovo uticalo na problem poverenja jer bi centralne banke očekivale smanjenje svojih dolarskih vrednosti prema zlatu.

Dok sve ostale zemlje osim SAD-a mogu da dobiju dodatne rezerve dotle SAD ulazi u platnobilansni deficit, ovaj deficit može biti neugodan iz više razloga. Status dolara kao rezervne valute evidentno dozvoljava SAD da živi iznad svojih mogućnosti: SAD može uvesti stranu robu, pridobiti strane kompanije i krenuti u ratne avanture sve to u isto vreme. Pritisak na cenu dolara i zlatne rezerve je bio glavna preokupacija američkih ekonomista 1960-tih. SAD su sve do uspostavljanja konvertibilnosti drugih valuta beležile suficit u tekućem bilansu koji je uglavnom posledica privilegovanog položaja dolara.

Grafikon 2-9: Tekući bilans SAD, 1951-71



Izvor: IMF, International Financial Statistics

Kao što se vidi iz grafikona SAD tekući račun je bio u plusu od 1954 do 1971, sa izuzetkom 1959-te godine. Na znake prvog deficita vlasti SAD uvode adekvatne mere

¹¹³Triffin,R.(1960), *Gold and dolar crisis*, Yale University press

za njegovo ograničenje. Tokom 1960 su uvedene brojne restrikcije¹¹⁴. Kriva tekućeg računa pada krajem ovog perioda zbog povećanih vojnih izdataka zbog rata u Vijetnamu. I ekspanzivna fiskalna politika inicira rast inflacije sa pogoršanjem tekućeg bilansa.

Ukoliko bi SAD branile dolar usvajajući restriktivnu monetarnu i fiskalnu politiku ili se vratile protekcionizmu, druge zemlje bi izgubile tržište za svoju robu od koga su zavisne. Iz istog razloga su te zemlje odbijale da izvrše revalorizaciju svoje valute uprkos svom rapidnom rastu, povećane konkurentnosti i rezervisanosti prema SAD deficitu. Tako ustrojen sistem je preživljavao čitavu dekadu. Niko nije video alternativu.

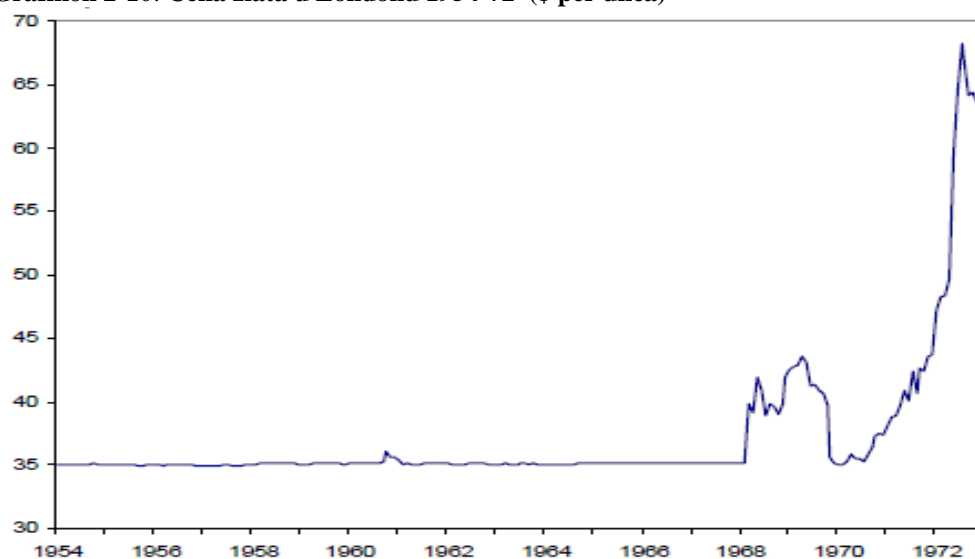
Tokom ovo perioda SAD su neto investitori. Strane investicije su bile prirodna posledica američkog statusa svetskog bankara preuzetog od Velike Britanije. Kao zemlja sa najdubljim, najlikvidnijim, i najsofisticiranim finansijskim tržištem, SAD je postala finansijski posrednik uvozeći kratkoročni, a izvozeći dugoročni kapital. Domaća štednja je prevazilazila domaće investicije tokom 1960-tih¹¹⁵. Mogućnost da finansira svoj platnobilansni deficit u dolarima takođe je predstavljalo značajnu prednost za SAD koja nije stajala na raspolaganju drugim zemljama (koje su se morale pridržavati strogih ograničenja u vidu limitiranih rezervi zlata i deviznih rezervi za isplatu deficita). Dobit od emisije novca za domaću upotrebu ili za potrebe cirkulisanja u vidu međunarodne valute naziva se emisiona dobit (*seigniorage*). Međutim, cena ove privilegije plaćena je u SAD vrlo visoko. SAD nije smela da devalvira (kao što su to povremeno činile Ujedinjeno Kraljevstvo, Francuska, itd), a da to ne dovede do sloma bretonvudskog sistema. Monetarna politika imala je mnogo više ograničenja u SAD nego u drugim zemljama. Posledično, pri korigovanju svog platnobilansnog deficita SAD se morala snažnije oslanjati na fiskalnu politiku i na *ad hoc* mere (poput kontrola kapitalnih tokova).

Rast inflacije SAD, tokom 1971, primorao je druge zemlje da izvrše uvoz američke inflacije da bi održali kurs prema dolaru. Još tokom 1968. špekulanti su počeli sa kupovinom zlata naslućujući rast njegove cene. Tokom 1961. godine je bio formiran Zlatni pul. To je bio aranžman gde su se centralne banke borile za odžanje cene zlata od 35% za uncu, deleći troškove. Ali centralne banke nisu bile spremne na podelu tih troškova u nedogled. Zlatni pul nije funkcionisao kao efikasan kartel jer nisu postojale precizne obligacije centralnim bankama niti mehanizam za garantovanje održanja zadate cene. 1969. Zlatni pul se raspada i uvodi paralelno tržište zlata, privatno i zvanično. Ovo je bio početak kraja bretonvudskog sistema.

¹¹⁴“Economic Report of the President various years”, <http://www.gpoaccess.gov/eopl/> (pristupljeno 12.1.2011)

¹¹⁵ Eichengreen, B.(2004), “Global Imbalances and the Lessons of Bretton Woods”, NBER Working Paper No. 10497, May

Grafikon 2-10: Cena zlata u Londonu 1954-72 (\$ per unca)



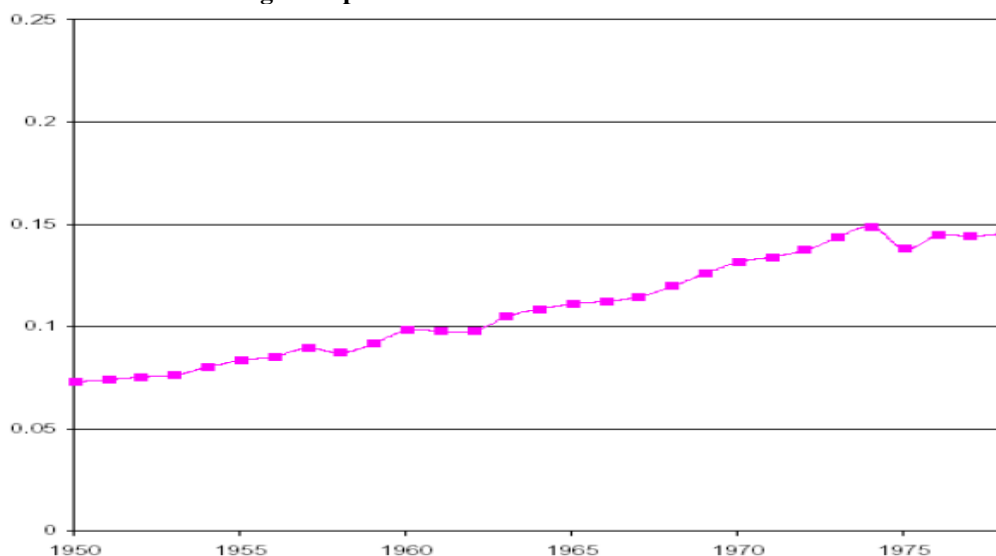
Izvor: IMF, International Financial Statistics

MMF je pokušao kreiranje SPV da spase sistem, ali bilo je već kasno. Za kupovinu američkih zlatnih rezervi se čekao red. 1971. izlazni prozor je konačno zatvoren. Predsednik Nikson objavljuje da SAD neće automatski vršiti konverziju dolara za zlato i uvodi taksu na uvoz od 10%. Nakon ovog ultimatumu postiže se dogovor da dolar devalvira za 8%. Ali cena zlata 1973 ponovo raste na 42.22 za uncu. Usledio je novi špekulativni udar na dolar. To je bio kraj jednog sistema. Većina zemalja prelazi na fluktuirajući kurs. Do kolapsa bretonvudskog sistema došlo je delimično i zbog slabljenja makroekonomske snage SAD. „Do toga je došlo i zahvaljujući činjenici da je ključni alat preusmeravanja potrošnje potreban za unutrašnju i spoljnu ravnotežu - direktno prilagođavanje deviznog kursa - inspirisalo špekulativne napade, što je prouzrokovalo da je unutrašnju i spoljašnju ravnotežu sve teže postići“¹¹⁶.

U svakom slučaju stara bretonvudska arhitektura je bila prava stvar u pravo vreme. Konferencija u Nju Hempširu je obezbedila okvir za internacionalnu kooperaciju, razvojnu instituciju (Svetska banka), osiguranu likvidnost (MMF). Fiksni kursevi su uspešno pokrenuli svetsku ekonomiju. Uprkos svim problemima i ograničenjima kao stabilan argument koji ide u korist bretonvudskom sistemu je značajno veći rast trgovine nego za vreme prethodnih monetarnih sistema. Stope rasta dosta su premašivale stope ekspanzije svetske trgovine od 1914 godine, period koji zovemo periodom “prve globalizacije”. Što je još važnije, tokom pedesetih i šezdesetih, rast svetske trgovine konstantno je prevazilazio rast svetskog proizvoda. Grafikon ilustruje rapidan rast trgovine relativan za rast proizvoda.

¹¹⁶Krugman, P., Obstfeld, M. (2008), *Međunarodna ekonomija*, Datastatus

Grafikon 2-11: Svetska trgovina/proizvod 1950-1975



Izvor: Hummels (1999)

Trgovina industrijskih proizvoda je rasla po stopi od 83%, a njihova proizvodnja po stopi 54%¹¹⁷. Povećanje ovog racia je bilo kontinuirano do početka 1970. Takođe je intra-trgovina rasla značajno među industrijalizovanim zemljama (Krugman 1995). Zasluge za ovakav rast trgovine malo možemo pridati liberalizaciji u ovom periodu. Rose (1991) i Irwin (1995), posle uključivanja kontrolnih varijabli su dokazali da nema značajnih relacija između smanjenja carina i efekata na trgovinu. U prilog ovom istraživanju je stav Krugmana (1995) da su dve najveće ekonomije 20-tog veka SAD i Nemačka bile visoko protekcionističke. Obstfeld Rogoff (2001) pak pronalaze značajnu vezu između smanjenja transportnih troškova i rasta trgovine. Bretonvudski sistem je uticao na rast trgovine preko konvertibilnosti tekućeg računa. Dokazano je da je veza velika i ekonometrijski značajna. Intezitet bilateralne trgovine je rastao više od 40% između zemalja koje imaju manje restrikcija na plaćanja po tekućem računu¹¹⁸.

2.7.1 HJUMOV AUTOMATSKI MEHANIZAM PRILAGOĐAVANJA PLATNOG BILANSA

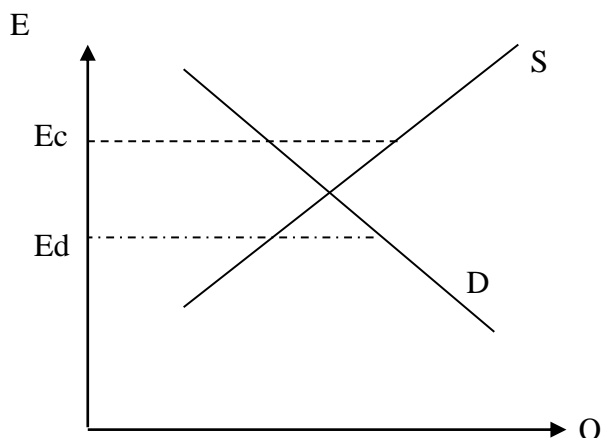
Ako kroz ekonomsku istoriju razlikujemo tri perioda monetarnih aranžmana, prvi period, period zlatnog standarda se odlikuje nekim specifičnostima koje ga prilično udaljavaju od postulata održanja platnobilansne ravnoteže važećim u ostala dva perioda. Period zlatnog standarda trajao je od 1870. do 1914. godine i zasnivao se na korišćenju

¹¹⁷Ashworth, William A. (1987), *A Short History of the International Economy Since 1850.*, London: Longman, str 285.

¹¹⁸Andrew G. Terborgh., (2003), *The Post-War Rise of World Trade: Does the Bretton Woods System Deserve Credit?*, IMF, Working Paper No. 78/03

zlatnih kovanica kao sredstva razmene. Centar i inicijator ovakvog monetarnog sistema bio je London tj. Velika Britanija kao ekonomska sila, kojoj se pridružuju Nemačka, Japan, SAD i druge zemlje. Pri zlatnom standardu svaka zemlja definiše zlatni sastav svoje valute tj. zlatni paritet (*mint parity*).

Grafikon 2-12: Promena deviznog kursa u zlatnom standardu



Izvor: Miljković, D.(2008), *Međunarodne finansije*

Za vreme zlatnog standarda oscilacije deviznog kursa su bile limitirane u granicama navedenih na grafikonu. Vrednost deviznog kursa nije mogla da pređe ove vrednosti jer bi nakon toga bilo isplativije plaćanja izvršiti u zlatu. Gornja i donja vrednost na grafikonu su zavisile od toga da li je zemlja u suficitu ili deficitu.

Glavna briga centralnih banaka u ovom periodu bilo je očuvanje zvaničnog pariteta sopstvene valute. Spoljna ravnoteža je posmatrana kao situacija u kojoj centralna banka održava zacrtane rezerve zlata. Politika uravnoteženja platnog bilansa bila je uravnoteženje finansijskog računa bez rezervi sa ukupnim deficitom zbira tekućeg i kapitalnog računa (Krugman, Obstfeld 2009).

Mehanizam automatskog prilagođavanja pri zlatnom standardu zove se mehanizam kretanja cena i zlatnika (*price-specie-flow* mehanizam). Ovaj mehanizam se realizuje tako da ukoliko je suficit tekućeg i kapitalnog računa veći od deficita finansijskog računa ravnoteža se vraća prilivom zlata. Ukoliko se ponovo vratimo na grafikon shvatićemo da deficit dovodi devizni kurs do gornje granice nakon čega sledi izvoz zlata i smanjenje novčane mase i obrnuto, što pokreće deflatorski mehanizam prilagođavanja po kvantitativnoj teoriji novca. Ponuda novca pada ako zemlja ima deficit, a raste ako zemlja ima suficit. To izaziva pad domaćih cena u zemlji koja ima deficit i rast cena u zemljama sa suficitom. Kao rezultat, počinje da se isplati izvoz iz zemlje koja ima deficit, a uvoz se neće isplatiti sve dok se ne eliminiše platnobilansna neravnoteža. Mehanizam će funkcionisati sve dok se ne uspostavi platnobilansna ravnoteža koja se pri fleksibilnom kursu zasniva na promeni spoljne vrednosti valute, pri zlatnom standardu menjaju se domaće cene i zasniva se na visokim cenovnim

elasticitetima izvoza i uvoza. Kvantitativna teorija novca opisani mehanizam objašnjava na sledeći način:

Pad domaćih cena u zemlji koja ima deficit rezultat je gubitka zlata i smanjenja novčane ponude, a pomoću jednačine:

$$MV=PQ$$

gde je M novčana ponuda, V je brzina novčanog opticaja (broj obrta u prometu svake jedinice domaće valute u jednoj godini), P je opšti indeks cena a Q su fizičke jedinice autputa. Klasični ekonomisti su verovali da V zavisi od institucionalnih faktora i da je konstantno i da, izuzimajući trenutne poremećaje, u ekonomiji vladaju automatske tendencije koje vode privredu ka punoj zaposlenosti bez inflacije (ovo se zasniva na pretpostavci o savršenoj i trenutnoj fleksibilnosti svih cena, plata i kamatnih stopa)¹¹⁹.

Dejvid Hjum (1752.) je osim objašnjenja univerzalnog pravila automatskog prilagođavanja platnog bilansa osporio merkantilističko poimanje bogatstva naroda baziranog na gomilanju zlata i postizanju većitog suficita. Stavovi merkantilista su diskreditovani Hjumovim argumentima koji se fokusiraju na sveobuhvatnije pokazatelje promena u nacionalnom bogatstvu. Zaista je lako poverovati Hjumu da međunarodni monetarni sistem tog doba funkcioniše po principu spojenih sudova da nije konstantnog suficita platnog bilansa Britanije u odnosu na BNP od oko 5%. Senka je večno bačena i u daljim raspravama postavlja se pitanje da li je mehanizam automatskog prilagođavanja platnog bilansa mit ili realnost. Naime ekonomski manje razvijene zemlje su se konstantno suočavale sa deflatornim prilagođavanjem platnog bilansa i bile su u konstantnom grču oko odbrane nivoa rezervi zlata. U nedostatku zlata bile su prinuđene da prodaju svoju finansijsku aktivu, izazivajući rast kamatnih stopa što dalje privlači strani kapital i obrnuto zemlje sa velikim rezervama zlata kupuju finansijsku aktivu i spuštaju kamatne stope izazivajući odliv kapitala u plodonosna područja. Praksa prodaje finansijske aktive u slučaju deficita i kupovine finansijske aktive u slučaju suficita bila je poznata kao pravila igre zlatnog standarda. Pravila igre pri zlatnom standardu su nalagala da zemlja sa deficitom pojačava proces prilagođavanja daljim kreditnim restrikcijama, a da zemlja sa suficitom vrši kreditnu ekspanziju.

Nedostaci sistema baziranog na zlatnom standardu su nepoštovanje pravila igre i *laissez fair* politika po pitanju ravnoteže tekućeg bilansa, deflatorno prilagođavanje platnog bilansa po cenu nezaposlenosti, unutrašnja nestabilnost cena usled stalnog cenovnog prilagođavanja tekućeg računa. Zemlje nisu mogle da koriste monetarnu politiku u cilju postizanja pune zaposlenosti bez inflacije već se verovalo da se zaposlenost takođe automatski reguliše. Da bi funkcionisao proces prilagođavanja, zemlje nisu morale da vrše sterilizaciju (tj. da neutrališu efekte) platnobilansnog deficita ili suficita na novčanu ponudu. Naprotiv, pravila zlatnog standarda bila su da zemlja sa deficitom treba da pojača proces prilagođavanja još čvršćim kreditnim restrikcijama, a suficitna nacija treba da vrši kreditnu ekspanziju. Međutim, Nurkse i Blumfeld su utvrdili da monetarne vlasti to često nisu poštovale, tako što su sterilizovali deo (ali samo jedan deo) neravnoteže platnog bilansa. Mickaeli tvrdi da je to bilo neophodno da bi se ublažio

¹¹⁹Popović, D. *Makroekonomija otvorene privrede i međunarodni monetarni sistem*“ Lekcije, danica.popovic.ekof.bg.ac.rs, (pristupljeno 10.10.2015)

proces prilagođavanja i da bi se sprečila smanjenja u novčanoj ponudi zemlje koja ima deficit i nagli rast novčane ponude u zemlji koja beleži suficit.

Jedno od ograničenja usled čega je i došlo do sloma ovog sistema po kvantitativnoj teoriji novca je to što rast svetske ekonomije nije bio ispraćen rastom ukupne ponude novca, što dalje znači usporavanje svetske likvidnosti. Vrlo često se srećemo sa stanovištem da je zlatni standard idealno funkcionisao zato što je to bio period velike privredne ekspanzije i stabilnosti u čitavom svetu. Funta sterlinga bila je jedina značajna međunarodna valuta, a London je bio jedini međunarodni monetarni centar. Stoga nije moglo doći do rasta nepoverenja u funtu i prebacivanja u neku drugu valutu ili u neki drugi međunarodni finansijski centar. Usled pomenutog ograničenja nakon prvog svetskog rata većina zemalja prihvata zlatno-devizni standard.

Nakon dva svetska rata mnoge zemlje se vraćaju zlatnom standardu, ali ovog puta shvatajući da on ne zadovoljava potrebu za međunarodnom likvidnošću. Usvojen je delimični zlatni standard tako što je manjim zemljama odobreno da mogu u svojim rezervama da drže valute nekoliko velikih zemalja čije se devizne rezerve sastoje isključivo od zlata. Eksterna ravnoteža u zlatno-deviznom standardu mogla je da se ostvari promenama kamatnih stopa bez značajnijih odliva zlata. Deficit platnog bilansa se mogao rešiti povećanjem kamatnih stopa i analogno tome zemlje sa suficitom u platnom bilansu su otklanjale inflatorne procese ulagajući tamo gde su veće kamatne stope. Međutim, deflatorno prilagođavanje nisu mogle izbeći zemlje koje beleže deficit u većem vremenskom periodu. Iz tog razloga je prvi put pokrenuta međunarodna inicijativa za uspostavljanje međunarodne ekonomske kooperacije. Ubrzo nakon uspostavljanja i povratka zlatnom standardu svet zapada u finansijsku krizu koja se zbog svog inteziteta naziva Velika Depresija. Velike optužbe za ovakav slom sistema padaju upravo na račun zlatnog standarda, ali postoji određen sklop okolnosti koji prati ovakva dešavanja. Sredinom 1920-tih godina intezivna internacionalna tražnja za američkom aktivom kao što su akcije i obveznice uticale su na snažan priliv zlata u SAD. Takođe, odluka Francuske posle I Svetskog rata da se vrati zlatnom standardu sa potcenjenim francima vodilo je suficitu u trgovini i takođe prilivom zlata. Britanija je odlučila da se vrati zlatnom standardu sa predratnim paritetom. Inflacija je međutim učinila da funta bude precenjena što je naravno vodilo trgovinskom deficitu, ali u ovom slučaju i značajnom odlivu zlata posle 1925. Da bi zaustavila odliv zlata engleska centralna banka značajno podiže kamatne stope, smanjujući potrošnju, što dalje vodi povećanju nezaposlenosti. Kao odgovor na američke monetarne kontrakcije centralne banke širom sveta takođe podižu kamatne stope. To je sve izazvalo drastičan pad autputa i cena širom sveta. Iako slab dolar čini američke proizvode poželjnim u inostranstvu, slabi prihodi amerikanaca smanjuju agregatnu tražnju. Za fundamentalni uzrok Velike depresije u SAD se upravo smatra smanjena potrošnja, samim tim zaustavljanje proizvodnje, transmitujući negativne efekte na ostali deo sveta putem zlatnog standarda. Doduše niz drugih faktora je uticalo na stvaranje silazne ekonomske putanje u drugim zemljama. Priča se nastavlja uvođenjem Smut-Hejlijevih carina u SAD i širom sveta rastom protekcionizma kreirajući druge komplikacije. Ove carine su imale za cilj povećanje poljoprivredne proizvodnje, ali su ostale zemlje ponovo sledile američku ekonomsku politiku pre svega u cilju poboljšanja trgovinskog balansa. Protekcionistička praksa je doprinela

ekstremnom padu cena sirovina ugrožavajući proizvođače primarnih proizvoda u Africi, Aziji, Latinskoj Americi.

Oporavak treba tražiti u devalvaciji i monetarnoj ekspanziji što predstavlja vodeći izvor oporavka širom sveta. Postoji značajna korelacija između zemalja koje su napustile zlatni standard i njihovog obnovljenog rasta. Primera radi Britanija koja je odbacila zlatni standard 1931. se relativno brzo oporavila, dok SAD nisu devalvirale dugo svoju valutu i relativno kasno izašle iz krize, tek posle 1933 godine. „Zlatni blok“, zemlje koje su se držale zlatno-deviznog standarda, Belgija i Francuska su 1935. godine još uvek imale proizvodnju ispod nivoa iz 1929. godine.

Slom Njujorške berze septembra 1929. možemo smatrati kao posledicu navedenih dešavanja i nedostataka zlatno-deviznog standarda. Dornbush i Ficher (1993) konstatuju da je veliki doprinos globalnoj recesiji bio neodgovarajući odgovor Federalnih rezervi (FED). Mnoge banke, kao što to obično biva bile su suočene sa problemom nedovoljne likvidnosti, čak i one banke koje su imale zdrav portfolio, jer su se susretale sa povećanom tražnjom za gotovim novcem klijenata koji su se plašili njihovog bankrotstva. Plašeci se smanjenja stoka zlata usled povećane tražnje za zlatom FED je po mnogim autorima neodgovarajuće reagovao. Osnovni strah je da bi opuštena monetarna politika doprinela ubrzanju inflacije, ugrožavajući cenovnu stabilnost, dugoročni cilj monetarne politike. Tokom krize desila su se tri panična napada na banke kada je zatvoreno oko 10 000 banaka. Ponuda novca je pala za oko 31% između 1931. Za razliku od monetarne politike, fiskalna politika nije igrala značajnu ulogu tokom Depresije. Ako izuzmemo Big deal, fiskalna potrošnja je bila veoma mala, uključujući i transferna plaćanja (govorimo o SAD)¹²⁰.

Analiza uzroka i posledica krize iz 1929. je bitna iz sadašnjeg ugla zbog lekcija koje možemo izvući u formi ekonomskih recepata za sadašnju i buduće krize. Zaključke koje možemo izvući na prvi pogled su:

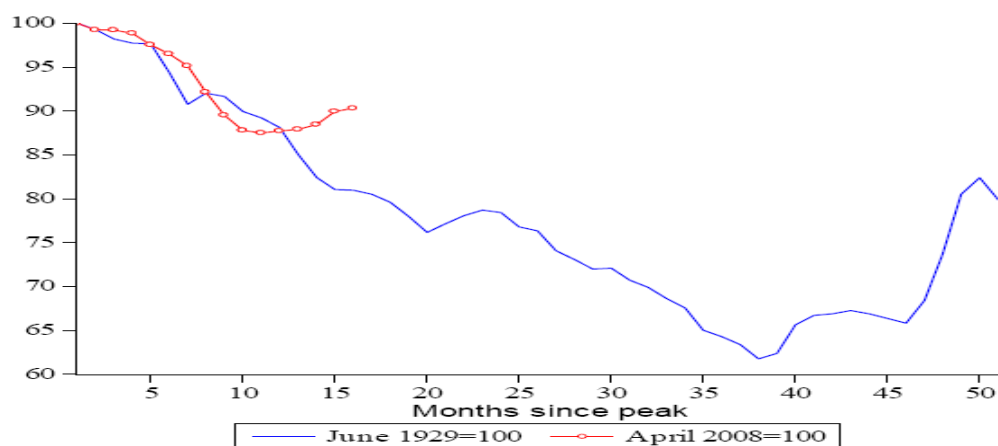
- očuvati stabilnost bankarskog sektora
- omogućiti nesmetano funkcionisanje finansijskih tržišta
- osigurati adekvatan rast novčane mase
- podržati razvoj međunarodne trgovine¹²¹

Kriza iz 2008. godine iako upoređivana na samom početku sa krizom iz 1929, po Krugmanu, može se smatrati tek njenom polovinom.

¹²⁰Bénétrix, A S., Eichengreen, B., Rourke. K. H. O., Rua, G. (2009), "Great Depression to Great Credit Crisis: Similarities, Differences and Lessons", Department of Economics, University of California, Berkeley

¹²¹ Federal Reserve Bank., *Achieving Economic Stability: Lessons from the Crash of 1929*, <http://ecedweb.unomaha.edu/ve/library/aes.pdf>, (pristupljeno 10.12.2015)

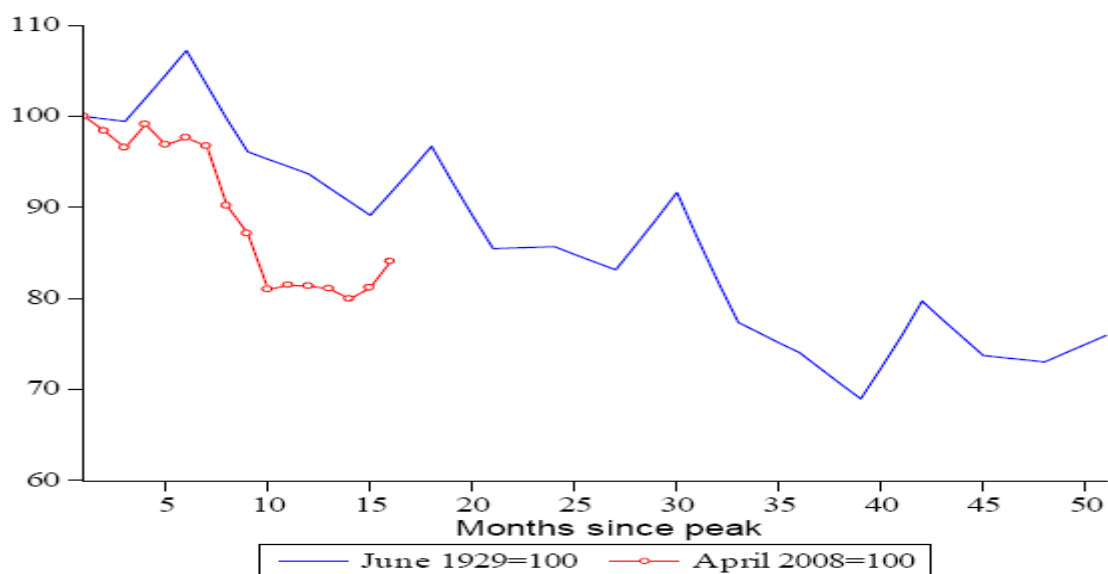
Grafikon 2-13: Svetska industrijska proizvodnja, 2008. i 1929.



Izvor: League of Nations Monthly Bulletin of Statistics,
<http://wwwcpb.nl/eng/research/sector2/data/trademonitor.html>

Na dijagramu vidimo silaznu putanju industrijske proizvodnje, pa možemo zaključiti da su efekti krize značajni i tada i sada, s tom razlikom što je oporavak moderne kreditne krize krenuo brže, a ne posle tri do četiri godine kao što je slučaj za vreme Velike depresije.

Grafikon 2-14: Volumen svetske trgovine, 2008. i 1929.



Izvor: League of Nations Monthly Bulletin of Statistics,
<http://wwwcpb.nl/eng/research/sector2/data/trademonitor.html>

Za razliku od prethodnog dijagrama volumen svetske trgovine pokazuje značajniji pad u kreditnoj krizi 2008. godine tokom prve godine postojanja. Postavljamo

pitanje da li je za brži oporavak zaslužna drugačije vođena makroekonomska politika, ali to nije tema ovog rada.

Iskustvo u vođenju međuratne monetarne politike je pokazivalo da su fleksibilni devizni kursevi u osnovi nestabilni. Iz tog razloga saveznici posle Drugog svetskog rata uspostavljaju međunarodni monetarni sistem koji ima određenu dozu fleksibilnosti ali istovremeno snažno insistira na održanju fiksnih pariteta. U skorije vreme, međuratno iskustvo je ponovo analizirano i ustanovljeno je da su snažne fluktuacije deviznih kurseva u periodu 1919-1924. godine, u svari, bile odraz velikih neravnoteža stvorenih tokom Prvog svetskog rata i nestabilnosti u toku posleratne rekonstrukcije, što ni bilo kakav režim fiksnog kursa ne bi mogao da preživi.

2.8 LIBERALIZACIJA TEKUĆEG I KAPITALNOG RAČUNA

Finansijska globalizacija, a sledstveno tome liberalizacija kapitalnog računa koja uključuje integraciju tržišta akcija, obveznica i novca, kao i direktno vlasništvo stranog kapitala ili strane direktne investicije (SDI), izaziva žustre rasprave i polemike u poslednje dve decenije. Ekonomisti istraživači sukobljavaju svoja oprečna mišljenja jedni verujući da je korisna za zemlje sa srednjim dohodkom (Fisher 1998), dok drugi tvrde da su rizici prevagnuli nad koristima (Rodrik, Stiglitz). Neoklasičari tvrde da je ključna korist finansijske globalizacije proizilazi iz dugoročnih neto tokova kapitala od industrijskih ka zemljama u razvoju. Koristi od finansijske globalizacije su uglavno m indirektni i možemo ih naprojeti:

- utiče na razvoj domaćeg finansijskog sektora,
- nameće disciplinu makroekonomskim politikama,
- povećava efikasnosti među domaćim kompanijama izlažući ih stranoj konkurenciji,
- bolje korporativno upravljanje.
- „kolateralne” koristi koje se evidentiraju kao poboljšanja u strukturnim, institucionalnim i makroekonomskim varijablama politike u dugom roku.¹²²

Liberalizacija kapitalnog računa je postala aktuelna nakon uvođenja režima fluktuirajućeg deviznog kursa. MMF počinje da meri liberalizaciju kapitalnih tokova kroz merenje finansijske otvorenosti. MMF-ov Godišnji izveštaj o aranžmanima razmene i restrikcijama (*Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions*, AREAER) broji preko 60 različitih oblika kontrole kapitala.

Generalno je vladalo mišljenje da liberalizacije kapitalnog računa zbog svoje volatilnosti uzrokuje pojavu mnogih kriza. Kada je mobilnost (i reverzibilnost kretanja) bitnog udela kapitala visoka i dostiže nekoliko postotaka bruto domaćeg proizvoda, može se govoriti o „opasnom novcu“ (Meksiko, brzi rast bankarskih kredita, Azija, priliv kratkoročnog kapitala). S tim se najavljuje verovatno buduće pogoršanje

¹²² Kose, M. A., Prasad, K., Rogoff, S., Wei, J. (2009), “Finansijska globalizacija: Ponovna procena”, *Panoeconomicus*

ekonomskih indikatora zemlje koja će se još neko kraće vreme baviti pitanjima prevelike ponude deviza na tržištu. Loše izvedene liberalizacije finansijskog računa dovodile su do mnogih kriza (Mishkin, 2008). Npr. preterano rizikovanje domaćih banaka uticalo je na izbijanje finansijske krize Meksika. Posle azijske krize bilo je jasno da države nisu pripremljene na brzinu kretanja finansijskih tokova. Iako se radilo o zemljama koje su imale stabilne fiskalne račune, nisku inflaciju, neistražena volatilitnost priliva kapitala iz inostranstva je učinila svoje. Priliv kapitala pridoneo je porastu potražnje, brzom rastu cena finansijskih instrumenata i nekretnina, ubrzanom rastu aktive i pasive bankarskog sektora, osetljivom deficitu tekućeg računa i suficitu finansijskog i kapitalnog računa¹²³.

Postoji distinkcija između *de jure* i *de facto* finansijske integracije. Mnoge ekonomije Latinske Amerike su povremeno doživljavale masivne odlive kapitala tokom poslednje dve decenije bez obzira na to što su imale kontrole na odlive. A Kina, uprkos ekstenzivnom režimu kapitalnih kontrola, nije bila u mogućnosti da zaustavi prilive špekulativnog kapitala u poslednjih nekoliko godina¹²⁴.

Vidimo da je u toku finansijske krize pre deset godina pitanje slobodnog kretanja kapitala postalo vrlo aktuelno. Sadašnja finansijska kriza po svojim dimenzijama znatno prestiže krizu od pre deset godina. Liberalizacija na tom području ugrozila je stabilnost svetskog finansijskog sastava i to na takav način da se u međunarodnom okruženju otvoreno postavlja pitanje imaju li možda smisla ograničenja. Dilema se odnosila na (prebrzu) dinamiku liberaliziranja računa kapitala. Sigurno je racionalno prihvatiti princip postupnosti kojeg danas podupire ekonomska procena.

Drugi događaj iniciran je od strane MMF-a u jesen 1998. u vidu kreiranja panela kapitalnih kontrola. Iako veoma opsežan ovaj izveštaj ima manu. Razmatrane mere možda ne odražavaju uvek stvarni stepen integracije jedne ekonomije u međunarodna tržišta kapitala. Drugim rečima

Artical of agreement članovima XIII i XIV reguliše liberalizaciju kapitalnog računa. MMF se zalaže za postepenu liberalizaciju do postizanja potpunog protoka kapitala. Zemljama članicama je dozvoljeno u pripremnom periodu evolucije ka potpunom pristupu tržištu kapitala zadržavanje nekih od kapitalnih kontrola i restrikcija. MMF je pojačao funkciju promovisanja i nadzora nad ovim procesom i preuzeo ulogu informisanja ukoliko dođe do pretećih pojava po makroekonomsku stabilnost zemlje i neravnotežu platnog bilansa. U toj situaciji suverena zemlja može prihvatiti preporuke za nametanje ili ukidanje kapitalnih kontrola, a i ne mora¹²⁵. Interesantno je istraživanje ekonomiste MMF-a (R.Benelli) koji u svojoj studiji dokazuje da što je veći iznos finansijske pomoći Fonda pružene jednoj zemlji efekat je manji. Na prvi pogled izgleda nelogično, ali glavni razlog je ovakvoj pojavi je smanjenje priliva privatnog kapitala u slučaju pomoći MMF-a. Finansijska pomoć MMF-a utiče pozitivno na tekući bilans, a negativno na tokove privatnog kapitala.

¹²³Zbašnik, D.(2008), "Usklađenost ekonomske liberalizacije",

¹²⁴Kose, M. A., Prasad, K., Rogoff, S., Wei. J, (2009), "Finansijska globalizacija: Ponovna procena", Panoeconomicus

¹²⁵Fisher, S.(1998), "Capital Account liberalisation and the role of IMF", <http://www.piie.com/fischer/pdf/Fischer141.pdf>

Ekonomisti MMF - a (Calvo i dr., 1993.) dele uzroke povećanja suficita kapitalnog računa platnog bilansa na spoljašne (sniženje kamatnih stopa u inostranstvu, recesija u inostranstvu, sniženje stope prinosa) i unutrašnje. Unutrašnji razlozi obično su značajniji. Među njih ubrajamo: poboljšanje ocene rizičnosti države, dobre mogućnosti za apsorpciju kapitala, poreske olakšice, manji deficit javnog sektora, uvođenje finasijskih instrumenata s deviznom klauzulom, repatrijacija kapitala, snižavanje carina, liberalizacija domaćih finasijskih tržišta. Ukoliko posmatramo kapitalni račun prego njegovih podračuna (posmatramo zemlje u razvoju jer su tokovi kapitala usmereni prema njima) dominantan udeo zauzimaju SDI (polovina priliva zemalja u razvoju), portfolio akcijski kapital (oko 12%, ali još uvek nedovoljno), a posle toga spoljni dug odgovoran za preko polovine spoljnih obaveza. Akumulacija zvaničnih međunarodnih rezervi kroz kategoriju „ostalo“ postaje zanačajan deo kapitalnog računa poslednje decenije ¹²⁶.

Što se tiče uticaja portfolio akcijskih tokova kapitala stvar je malo jasnija. U uticajnom radu Bekaert, Harvey, i Lundblad (2005) zaključuju da liberalizacije tržišta akcija povećavaju dugoročni rast BDP-a za oko jedan procentni poen, što je izuzetno snažan efekat. Druge studije donose manje više slične rezultate. Liberalizacije tržišta akcija donosi sledeće benefite:

- kompanijama tržišta u nastajanju dobijaju novi kanal finansiranja;
- poboljšanje investicionih prilika;
- bolji standardi upravljanja;
- smanjuje se trošak kapitala,
- primena dobrih makroekonomskih politika.

U negativne efekte možemo ubrojiti:

- prociklična priroda portfolio kapitala;
- visoko volatilna priroda portfolio kapitala;
- neefikasna alokacije kapitala ukoliko je loš nadzor domaćih banaka;
- generisanje moralnog hazarda;
- mogući odliv štednje u inostranstvo;
- povećanje osetljivosti na spoljne šokove.

Preovladava mišljenje da najpre treba otvoriti robno tržište (trgovinska liberalizacija) pa tek onda finasijskojer bi trgovinska integracija bi takođe mogla smanjiti štetne efekte finasijskih kriza po rast i olakšati oporavke od kriza jer bi eventualna depresijacija deviznog kursa imala veći uticaj na prihode od izvoza nego u manje otvorenoj ekonomiji¹²⁷.

¹²⁶Originalni podaci su bazirani na setu podataka konstruisanim od strane Lane i Milesi-Ferretti (2006).

¹²⁷ Kose, M. A., Prasad, K., Rogoff, S., Jin Wei. (2009), "Finasijska globalizacija: Ponovna procena", *Panoeconomicus*

2.9 MONETARNI SISTEM NAKON LIBERALIZACIJE KAPITALNOG I TEKUĆEG RAČUNA

„Posmatrajući 2004 godinu i kasnije, još uvek ima dosta rizika.....Ovo uključuje uznemiravajuće šeme globalnih deficita tekućeg računa, koji će najverovatnije postati gori pre nego što se poprave“

(Rogoff, 2003).

Diskusije oko globalnog debalansa tekućeg računa nisu sveže. Od dana Dejvida Hjuma razlozi međunarodnog debalansa su okupirali naučnike. Glavna pitanja koja su ih okupirala su sledeća:

- Kako definisati „debalans“?
- Šta inicira pojavu debalansa?
- Da li su debalansi samokorigujući?
- Da li države treba da intervenišu da limitiraju međunarodne debalanse?
- Koje intervencije su efikasne?

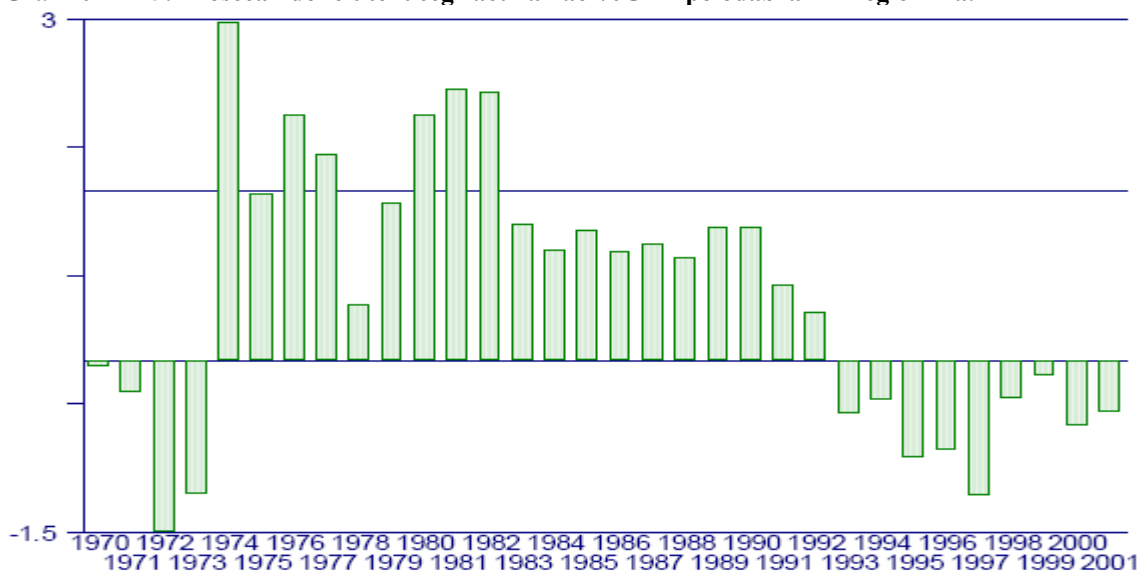
Kejns je 1940 godine predlažući „klirinšku uniju“ kao mesto gde bi nacije sa suficitom i deficitom zajednički podnele teret prilagođavanja, načeo temu rešavanja ovog problema. Neki autori (Fisher 2003) veruju da je veliki deficit tekućeg računa znak za opasnost, druge polemišu da značajan deficit nije znak krize (Frankel i Rose, 1996). Mnoge diskusije u tranzicionim područjima su okrenute ka politikama za prevenciju krize. Neki autori su razvili modele održivosti tekućeg računa. Drugi autori su analizirali epizode preokreta u deficitima tekućeg računa ili drastične redukcije deficita za kratko vreme (Milesi-Ferreti i Razin 2000, Edwards 2002).

Moderni makroekonomski modeli naglašavaju činjenicu da je tekući račun intertemporalni fenomen. Sach (1981) raspravlja da veći deficit tekućeg računa reflektuje nove investicione mogućnosti i nema potrebe brinuti o tome. Empirijski, teza da promene u nivou štednje bi se trebalo reflektovati u bilansu tekućeg računa nisu prihvaćene u potpunosti. Regresione analize su pokazale odstupanja od 0.25 od hipotезne vrednosti 1. Prema modernim intertemporalnim modelima tekućeg računa, uključujuću portfolio model razvijen od strane Kraay i Ventutra (2000, 2002) i Edwards (1999, 2002), države mogu očekivati kratkoročna odstupanja od dugoročnog održivog nivoa. Ove devijacije ne bi trebalo da budu uporne kroz vreme.

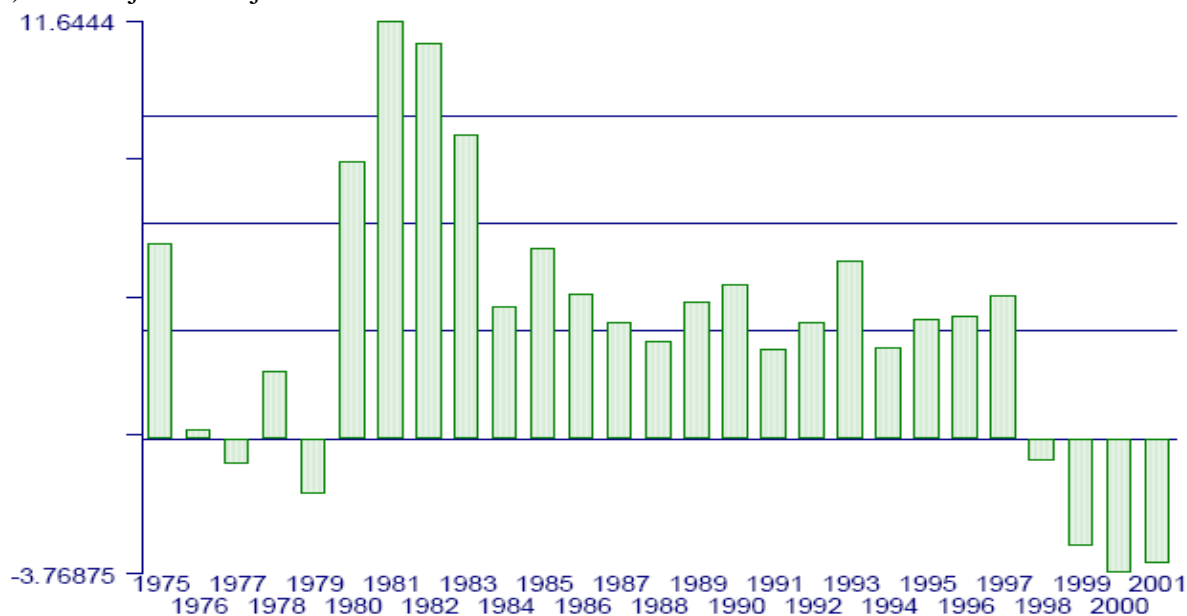
Modeli zasnovani na portfolio balansu su takođe obećavajući u objašnjenju ponašanja tekućeg računa u rastućim tržištima. Uopšteno, promene u portfoliju izazvane procenjenim rizikom mogu objasniti visoke deficite tekućeg računa u rastućim tržištima. Po Edwardsu (1999), redukcija u tražnji za imovinom zemalja rastućeg tržišta forsira tekući račun ka prilagođavanju. Doduše, ako je redukcija tražnje iznenadna, dolazi do fenomena poznatog kao iznenadni prekid priliva kapitala, a samim tim do preokreta u ponašanju tekućeg računa.

Za period od 1970-2001 više od jedne polovine zemalja su imale deficit tekućeg računa koji prelazi 3.1% GDP. Najveće vrednosti deficita korespondiraju Africi i Latinskoj Americi sa deficitima tekućeg računa od 9.9% i 8% respektivno. Industrijske zemlje imaju najmanje deficite u proseku oko od 3% GDP-a. Naravno, s obzirom da je zbir svetskih tekućih računa oko 0, a veliki broj zemalja su u deficitarnoj zoni znači, da manji broj zemalja vodi suficitarne tekuće račune¹²⁸.

Grafikon 2-15: Prosečan deficit tekućeg računa kao %GDP po odabranim regionima.

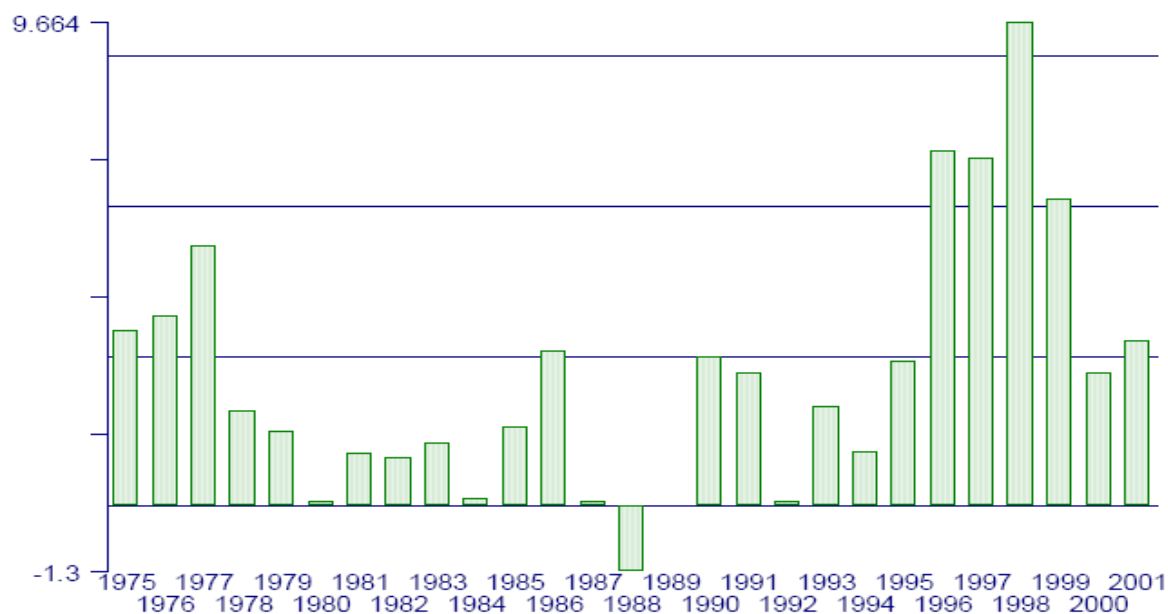


a) Industrijske zemlje



b) Azija

¹²⁸Edwards, S. (2004), "Thirty years of current account imbalances, Current account reversals and sudden stop", Nber working paper series, Working paper 10276, [Http://www.nber.org/papers/w10276](http://www.nber.org/papers/w10276)



c) Centralna i Istočna Evropa

Izvor: Edwards, S. (2004), "Thirty years of current account imbalances, Current account reversals and sudden stop", Nber working paper series, Working paper 10276,

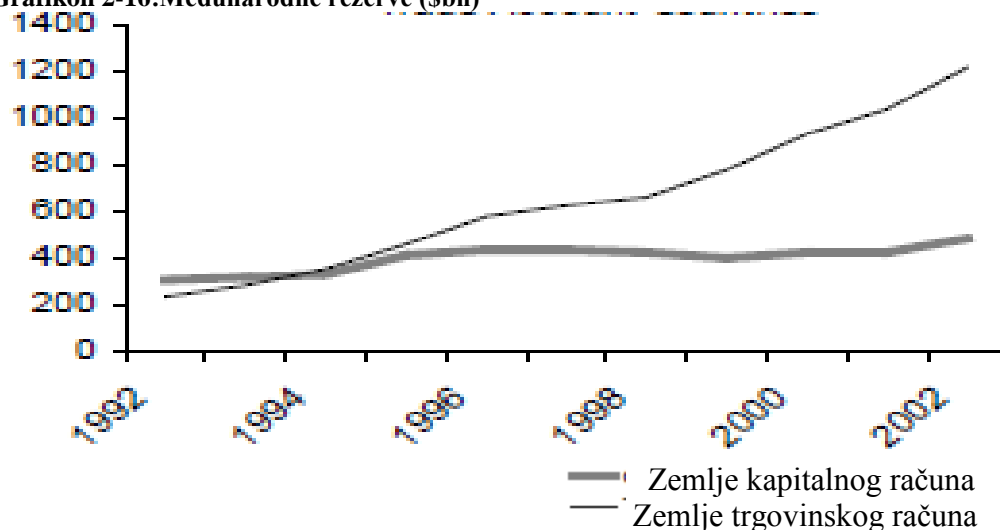
Gornji grafikoni pokazuju prilagođavanja tekućih računa po odabranim regionima u periodu od 1975. do 2001. godine. U Aziji je prilagođavanje bilo skoro oko 8% BDP između 1981. i 1984. Krajem devedesetih i početkom dvadeset prvog veka su vršena prilagođavanja u rastućim i tranzicionim ekonomijama. Ova prilagođavanja su vezana za valutne krize naročito ozbiljne u Aziji i Istočnoj Evropi. Tabela takođe pokazuje da su industrijske zemlje ušle u zonu pluseva tek posle 1993 godine.

Sa druge strane postoji ukorenjeno mišljenje da su globalni disbalansi normalni u smislu dinamične strukture svetske privrede i konstantnim zahtevima za povećanom likvidnošću. U bretonvudskom sistemu iz 1950. godine, SAD je bio centar međunarodne likvidnosti, dok je Evropa bila periferija u usponu (Doodley 2004). Periferne zemlje su u tom periodu odabrale strategiju razvoja zasnovanu na potcenjenim valutama, kontroli kretanja kapitala i trgovine i korišćenje SAD kao centralnog regiona i finansijskog posrednika koji je davao kredibilitet njihovim finansijskim sistemima. Kada je periferija izgrađena i institucije obnovljene prerasla je u centar. Čim se evropska razvojna strategija pomerila prema otvorenom tržištu, finansijske kontrole su pale i ubrzo je fiksni režim doživeo kolaps. Tokom tog izvesnog perioda tranzicije egzistirao je centar SAD-Evropa-Japan bez periferije. Istočna Evropa je još bila u jaslama komunizma, irelevantna za međunarodni monetarni sistem. Onda, sa slomom komunizma otvara se nova periferija željna stranog kapitala. Azija je takođe odabrala ulogu periferije sa potcenjenom valutom, kapitalnim kontrolama, akumuliranim rezervama i ohrabrenim razvojem na bazi izvoza u konkurentne zemlje centra. Upravo ovaj razvoj Azije kao periferije je doveo do zatvaranja kruga ka esencijalnom bretonvudskom sistemu u kome su centralne poluge finansiranja SAD-Evropa-Japan sa Azijom kao perifernim balansom. Očekuje se da će periferija takođe dostići svoju punu zrelost sa tendencijom ka plivajućem kursu. Prema proceni autora ovog članka za taj

proces će biti neophodno ispunjenje vremenskog okvira od oko 10 godina. Tada će po svemu sudeći doći do formiranja nove periferije žedne svežeg kapitala¹²⁹. Eichengreen (1995) ističe da kao najprominentniju činjenicu u razvoju stogodišnjeg monetarnog sistema možemo uzeti konstantno smenjivanje režima (fiksno i fluktuirajućeg), gde jedan potiskuje drugog¹³⁰. Kao objašnjenje za pomenuto sukcesivno smenjivanje režima možemo uzeti gore navedeni primer. Dobro objašnjenje veze između nivoa razvoja i izbora režima deviznog kursa možemo naći u radu Bordo i Flandreau (2003)¹³¹.

Da bismo bolje razumeli kako se zemlje periferije prilagođavaju konstantnom trgovinskom deficitu zemlje centra (SAD), kao i da bismo rasvetlili ulogu tržišta zemalja Istočne Evrope potrebno je dalje se posvetiti pristupu Dudlija i koautora. U Svetu postoje tri glavne ekonomske zone i valutne zone, Istočna Azija, SAD, Evropa. Ali da bi se dobila funkcionalna slika okvir bi izgledao ovako: region trgovinskog bilansa ili Azija, centralna zemlja - SAD, region kapitalnog računa ili Evropa. Zemljama Azije glavna briga je izvoz. Apetiti za investiranje u obveznice SAD su neograničeni bez obzira na rizik koji nose, upravo zbog svog kapaciteta za dalji razvoj koji je veliki. Evropa, Kanada, Australija i većina zemalja Latinske Amerike su region kapitalnog računa. Dilema postoji gde svrstati SAD. SAD želi da investira odmah, da konzumira odmah, i prepušta investitorima da brine o investicionoj poziciji. Investirajući u SAD zemlje kapitalnog računa finansiraju američki deficit tekućeg računa.

Grafikon 2-16: Medunarodne rezerve (\$bn)



Izvor: DB Global Markets Research, BEA

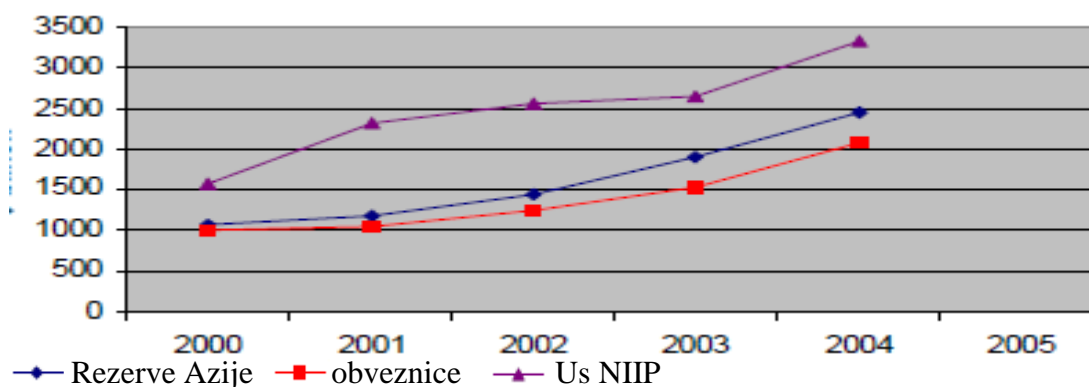
¹²⁹ Folkerts-Landau, P., Garber, D. (2004), "The revived Bretton Woods system", International Journal Of Finance And Economics Int. J. Fin. Econ. 9: 307–313 Published Online In Wiley Interscience (Www.Interscience.Wiley.Com). Doi: 10.1002/Ijfe.250

¹³⁰ Eichengreen, B. (1995), "Endogeneity of exchange rate regimes. In Understanding Interdependence: The Macroeconomics of the Open Economy", Princeton University Press: Princeton, NJ; 3–34

¹³¹ Bordo, M., Flandreau, M. (2001), "Core, periphery, exchange rate regimes and globalization". NBER Working Paper 8584

Zemlje trgovinskog bloka finansiraju deficit povećavajući svoje devizne rezerve (slika) dostižući \$1.2 triliona u 2003. godini sa tendencijom daljeg rasta. Predviđajući buduće ponašanje ovih blokova može se oceniti stabilnost postojećeg sistema. Ukoliko evropski investitori potraže veći prinos na ulaganja i limitiraju svoja ulaganja u SAD, euro će dramatično apresirati (Doodly). Što se tiče Azijskih zemalja, one će sigurno izvoziti bilo gde, ali SAD je otvorena, a Evropa nije. Evropa ne bi mogla da absorbuje reku dobara. Zvaničnici Azije ne bi rado prešli na trgovanje sa Evropom jer bi to imalo depresirajući efekat na trgovanje sa SAD.

Grafikon 2-17: Post bretonvudski sistem (bilion \$)



Izvor: DB Global Markets Research, BEA

Ovaj dijagram pokazuje jaku korelaciju između američkih obveznica u inostranstvu i azijskih rezervi. Naravno taj odnos nije 1:1, ali postoji tendencija da se povuče paralela¹³².

Druga tržišta u razvoju će sigurno morati da razmotre kojim putem dalje. Latinska Amerika će najverovatnije poći putem azijskih zemalja baziranog na izvozu, dakle putem potcenjene valute vezane za dolar. Što se tiče tržišta istočne Evrope oni po prirodi stvari moraju slediti evro zonu. Centralne banke i MMF forsiraju plivajuće kurseve, kapitalnu mobilnost, ukratko evropski model. Meksiko, Kanada, Australija će plutati u odnosu na dolar i samim tim formirati zonu kapitalnog računa. Njihove valute će imati tendenciju apresijacije i samim tim njihov izvoz neće biti konkurentan na američkom tržištu. Rusija ostaje izvoznik nafte.

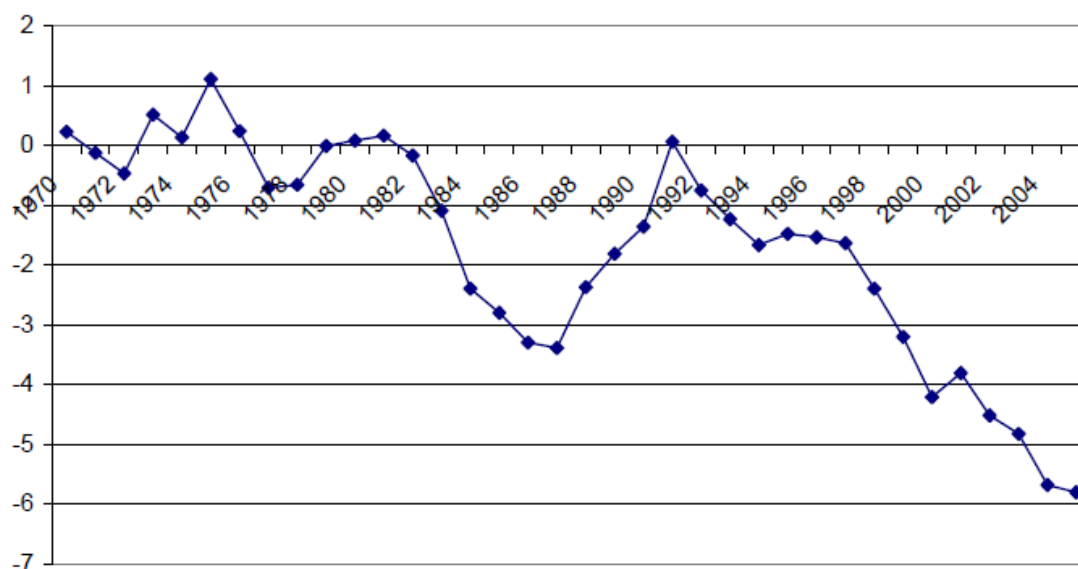
Ali svaki model ima svoj kraj. Po ovoj teoriji postoji samo jedan sistem i samo se menja odnos centar periferija i samim tim modeli prilagođavanja. Razlika između starog i novog sistema je nađena u ulozi dolara i SAD koji je nekada bio centralna banka transformišući dugoročni u kratkoročni kapital (Kindleberger). Dolar je danas rezervna

¹³²Roubini, N. (2004), "The US as a Net Debtor: The Sustainability of the US External Imbalances", Stern School of Business, NYU and Brad Setser Research Associate, Global Economic Governance Programme, University College, Oxford

valuta, izvor svetske likvidnosti. Sve dok postoji tražnja za dolarom postojeći sistem je održiv.

Iako pobornici teorije centra i periferije prognoziraju održivost ovog sistema sledećih 10 godina postoje i oprečna mišljenja.

Grafikon 2-18: SAD balans tekućeg računa, 1870-2005 (% GDP)



Izvor: U.S.Department of Commerc, bureau of Econimc Analysis

Rapidno ugrožena pozicija eksternog duga SAD, implicira da veliki trgovinski i tekući deficit ne može da traje beskonačno. U nekom trenutku kamate koje SAD koristi da bi privukao eksterne finansije za pokrivanje deficita će usporiti američku ekonomiju i poboljšati trgovinski bilans. Ranjivost ovog sistema je umanjena pozicijom dolara, ali nije potpuno eliminisana. Privilegovana pozicija dolara može biti kletva jer povećava rizik da će svet finansirati američki deficit previše dugo, dok se dugovi akumuliraju. Ovo će odložiti prilagođavanje, povećavajući njegove troškove kad se konačno desi. Postojeća šema razvoja SAD zasnovana na potrošnji čini se da je neodrživa.

Prilagođavanje će uslediti ili kroz promenjenu tražnju ili kroz promene deviznih kurseva. Postoje dva moguća scenarija globalnog prilagođavanja. Richard Cooper (2005) je razvio model postepenog prilagođavanja tražnje za dolarom koje bi dovele do prilagođavanja bez dramatičnih promena u vrednosti valuta i kamatnih stopa¹³³. Rubini pak govori o neminovnosti brzog prilagođavanja¹³⁴. I jedan i drugi međutim pominju međunarodnu kooperaciju u rešavanju problema globalnog prilagođavanja, koju u ovom trenutku ne vidimo blizu na horizontu. Postoje i oprečna mišljenja koja se protive tezi da je potražnja za dolarom kao internacionalnom rezervom razlog deficita računa Sjedinjenih američkih država. Pominje se uspon evra kao nove internacionalne valute.

¹³³ Cooper, N. (2005), "The sustainability of the US external deficit", CESifoForum

¹³⁴ Nouriel, R. (2006), "The unsustainability of the US twin deficits, Cato Journal", (26)

Ipak se čini da je prerano za tvrdnje da je pozicija dolara ugrožena, pogledaćemo sledeću tabele.

Tabela 2-3: Udeo nacionalnih valuta u posedu centralnih banaka, na kraju godine (%)

	1965	1973	1977	1982	1987	1992	1971	2003
Američki dolar	56.1	64.5	79.2	57.9	53.9	48.9	59.1	63.8
Japanski jen	0.0	0.1	2.2	4.1	6.8	7.4	5.1	4.8
Funta steriling	20.0	4.2	1.6	1.8	1.9	2.6	3.3	4.4
Švajcarski franak	0.0	1.1	1.9	2.3	1.7	0.8	0.5	0.4
Evro	0.0	0.0	0.0					19.7
Nemačka marka	0.1	5.5	9.3	11.6	13.8	14	13.7	
Francuski franak	0.9	0.7	1.1	1	0.9	2.6	1.5	
ECU	0.0	0.0	0.0	13.8	13.6	9.7	5	
Neodređene valute	22.9	23.6	4.1	6.5	6.4	13.3	11.3	6.8

Izvor: MMF-nadograđena verzija statističkih podataka iz MMF-ovog godišnjeg izveštaja 1997, 2002 i 2004 godine.

Kao što se može primetiti iz tabele pozicija dolara kao rezervne valute je prestala da raste, evro postaje dostojna i poželjna zamena. Dolarizacija ostaje i dalje aktuelna u zemljama Latinske Amerike¹³⁵.

S tim u vezi razvijaju se drugačija mišljenja koja obaraju povezan argument da suficit tekućeg računa je kontrapart deficitu tekućeg računa zemljama sa resursnim gepom¹³⁶. Naime, od sloma Bretonvudskog sistema, dolar nije jedina rezervna valuta. Euro zona beleži suficit tekućeg računa. Samim tim nemoguće je naći vezu između tražnje za rezervama i deficita tekućeg računa. Pre bi se moglo reći da je deficit SAD rezultat blizanačkog deficita, smanjene štednje i slabe izvozne baze. Čini se da Euro uživa slične privilegije kao dolar 1960-tih. Euro zona privlači kratkoročne niskoprinodne investicije, pa ga dalje reciklira u visokoprinodni dugoročni kapital izvan euro zone jer aktiva donosi veće prinose od pasive. Ovakav model su primenjivale SAD šezdesetih kada nisu imale deficit tekućeg računa. Ova šema je razrađena u delima Despresa, Kindlebergera i Salanta.

¹³⁵ Clarida, R. (2007), "G7 current account imbalances, sustainability and adjustment, national bureau of Economic reaserch", National Bireau of Economic Research

¹³⁶ Truman, E. M. (2010), "The International Monetary System and Global Imbalances", Peterson Institute for International Economics

2.10 IMPLIKACIJE PROCESA EKSTERNOG PRILAGOĐAVANJA

SAD-A NA SVETSKU EKONOMIJU

Deficit SAD se prolongirao na više od deset godina obezbeđujući stimulus ostatku sveta. Tokom 90-tih godina ovaj fenomen je bio „zdrav“ za globalnu ekonomiju, SAD su finansirale investicioni bum. Posle azijske krize, došlo je do usporavanja i doprinos američkog deficita svetskoj ekonomiji je bio negde (od 1999. do 2004.) oko 1.7% svetskog GDP, grubo oko 0.3% godišnje (Truman 2005)¹³⁷. Nemoguće je biti ambivalentan prema američkom eksternom prilagođavanju. Prilagođavanje može biti bolno sa velikim efektima po svetsku ekonomiju.

Tabela 2-4: Promene na tekućem računu u Svetu (milijarde\$)

Region	Tekući račun		Promena	
	1999	2004	Milijarde dolara	Procenat deficita SAD
SAD	-297	-666	-369	-
Ostatak sveta	207	544	337	91
Industrijske zemlje	125	218	93	25
Azija	109	196	87	24
Latinska Amerika	-48	21	69	19
Ostale zemlje	21	109	88	24

Izvor: IMF, WEO, 2005

Tabela prezentuje pozicije tekućeg računa glavnih 26 trgovinski partnera SAD u periodu 1999-2004, i distribuciju promena među glavnim trgovinskim partnerima kao procenat promena tekućeg računa. Kontrapart od 25% absorbovan je od strane industrijskih zemalja od kojih Japan absorbuje pola od toga. 24% su absorbovale ostale zemlje Azije na čelu sa Kinom. Oko 19% nalazimo u Latinskoj Americi, a 24% preuzima ostatak sveta na čelu sa Rusijom i Saudijskom Arabijom. Ekonomija SAD je u tom trenutku (2005) zahvatala četvrtinu svetske ekonomije. Ukoliko se pretpostavi da će se deficit tekućeg računa za pet godina smanjiti za 3% to implicira prilagođavanje od 0.5 % ostatka sveta. Takođe SAD bi morale da smanje svoju zavisnost od štednje iz inostranstva, dok bi ostatak sveta smanjio svoju zavisnost ka net eksportu u SAD koji stimuliše njihovu ekonomiju. Iako je prilagođavanje SAD otpočelo putem depresijacije dolara, deficit tekućeg računa se nije adekvatno smanjivao. Razlog ne treba tražiti u *J* krivi ili zakasnelom prilagođavanju već u povećanoj tražnji američke ekonomije.

Za takozvano meko prilagođavanje SAD potrebna je međunarodna kooperacija. Jedan od forsiranih načina je prilična depresijacija dolara što mora biti ispraćeno u ostatku sveta. Naime ukoliko bi se dolar neznatno spustio, valute koje su vezane za dolar (u azijskim zemljama) bi došle u iskušenje da to isprate sličnim akcijama. Pored

¹³⁷Truman, E. M. (2005), "Postponing Global Adjustment: An Analysis of the Pending Adjustment of Global Imbalances", NUMBER WP 05-6

depresijacije dolara pomoglo bi okretanje zemalja sa intezivnom štednjom ka potrošnji, kao i liberalizacija kapitalnog računa pojedinih azijskih zemalja (kina u prvom redu), takođe trebalo bi prebaciti tražnju u SAD sa razmenljivih na nerazmenljiva dobra. Nekoliko mitova koji prate prilagođavanje tekućeg računa SAD je da bi usporavanje ekonomije dovelo do redukovanja deficita. Trebalo bi smanjiti realni GDP za 9% da bi se recimo deficit smanjio za oko 2%. Drugi mit je da bi svet trebalo da ubrza svoj razvoj i da postepeno smanjuje tzv. gep u razvoju. Guranje svetske ekonomije za 3% GDP bi povećalo izvoz SAD za oko 0.3%.

Iako je postojao neki koncenzus za neophodnost međunarodne koordinacije makroekonomskih politika postoji problem operacionalizacije ove ideje. Postojala su gledišta o uvođenju čvrstih kriterijuma za ocenu postojanja neravnoteže zemalja, ali i skeptična mišljenja po tom pitanju. U praksi je pobedila opcija koja se bazira na nadzoru od strane G7 na konsultacionim sastancima funkcionera¹³⁸. Sednicima prisustvuje i generalni direktor MMF-a. Koncept se bazira na neformalnom usaglašavanju makroekonomskih politika i ostvarivanje što stabilnijeg deviznog kursa zasnovanog na osnovnim ekonomskim fundamentima.

2.11 ULOGA SVETSKE EKONOMSKE KRIZE U REDUKCIJI DEBALANSA U PLATNIM BILANSIMA

Četiri uzročnika krize po MMF-u su: finansijska regulacija, preterano preuzimanje rizika od strane privatnog sektora, makroekonomske politike (globalni debalansi) i globalna arhitektura.

Kao što je već rečeno, veliki debalansi mogu biti simptom distorzije domaće ekonomije ili mogu dovesti do bolnog prilagođavanja tokom vremena. Oni takođe mogu reflektovati problem sa međunarodnim monetarnim i finansijskim sistemom, ili dovesti do sistemskih problema kasnije. Ekonomisti MMF-a (Blanchard, Milesi-Ferretti) tvrde da reducirani debalansi i rebalansirana svetska tražnja može biti ključan faktor u održivom razvoju posle krize¹³⁹. Da li su debalansi *pima facie* loši:

- Debalansi mogu reflektovati domaće probleme ili distorzije. Na primer, visoke stope štednje nagoveštavaju nedostatak socijalnog osiguranja, ili finansijsku represiju (Kina). Visoke stope štednje mogu označavati verovanje u dalji rast, takođe mogu biti rezultat buma cena imovine. Visoki deficiti mogu biti vučeni javnim zaduživanjem javnog sektora (Mađarska).

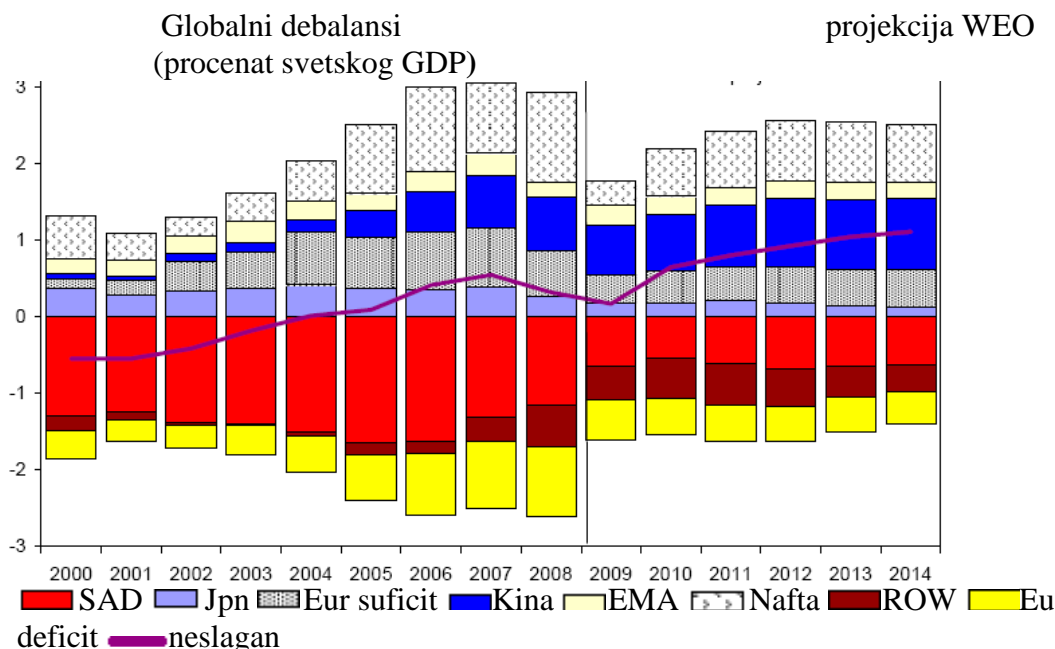
¹³⁸Ćirović, M. (2000), *Devizni kursevi*, Bridge company, Beograd

¹³⁹Blanchard, O. Milesi-Ferretti, G.M. (2010), "Global imbalances: past, present, and future", International Monetary Fund, Research Department, www.imf.org

- Debalansi mogu reflektovati probleme sa međunarodnim monetarnim sistemom i deviznim režimima. Mnoge azijske države gomilaju strane valute kao oblik osiguranja. Ove rezerve ostaju neefikasne za alternativne aranžmane kao što su kreditne linije, svopovi ili bilo koji drugi oblici osiguranja.
- Veliki deficiti i apresijacija valute vođeni kreditnim bumom se teško smanjuju bez produžene depresijacije (pogotovu ako je fiksni režim). Zemlje sa velikim deficitima su evidentirale za vreme krize drastično smanjenje autputa.

Od 2005. godine do pojave krize, globalna ekonomija je bila u fazi buma ekonomskih aktivnosti i međunarodnih kapitalnih tokova, naročito u naprednim ekonomijama sa daljim značajnim disperzijama balansa tekućeg računa širom sveta. Zemlje sa velikim deficitima pored SAD su zemlje Centralne, Istočne i Južne Evrope, Irska i Velika Britanija, i apresiranim deviznim kursovima. Nemačka, neke zemlje severne Evrope, Kina i izvoznici nafte beleže suficite. Kriza se reflektuje drastično već u 2009. godini. Značajan pad cena nafte označava kontrakciju suficita izvoznika nafte. Kontrakcija tražnje značila je popravku bilans deficitarnih zemalja gore nabrojanih. Oštra kontrakcija izvoza utiče na ostale suficitarne zemlje. *Ceteris paribus*, smanjenje izvoza vodi redukciji globalnih debalansa. Stope štednje su ostale iste kao pre krize uglavnom zbog cena imovine koje se nisu menjale. Primetno je povećanje štednje u SAD verovatno zbog drugačije percepcije rizika, utičući pozitivno na globalni debalans. Povećava se cena kapitala kao i premija na rizik smanjujući resurse za eksterno finansiranje. Takođe mnoge zemlje su akumulirale rezerve, smanjujući debalans.

Grafikon 2-19: Projekcije deficita tekućeg računa (%GDP)



Izvor: O.Blanchard., G.M. Milesi-Ferretti, calculations based on IMF, World Economic Outlook.

Zbog gore navedenih prilika ova projekcija prognozira smanjenje debalansa do 2014. godine. Kao posledica krize debalansi se srazmerno (osim Kine koja izgleda nedodirljivo) smanjuju i takva će biti dalja tendencija. Kao što je napomenuto kriza je promenila obrasce štednje u deficitarnim zemljama prvenstveno SAD. Iako poželjno ovo prilagođavanje rezultira smanjenom globalnom tražnjom što može dovesti do recesije. Da bi se oporavak ostvario trebalo bi forsirati domaću, a ne eksternu tražnju u deficitarnim zemljama i obrnuto prebaciti se na eksternu tražnju u suficitarnim zemljama. Pominju se drastična rešenja rešavanja krize. Zbog asimetričnog pritiska između suficitarnih i deficitarnih zemalja SAD bi legitimno mogle uvesti Klauzulu retke valute (*Scarce Currency Clause*, SSC). Ovom klauzulom bi se kineska valuta proglasila retkom i stupila bi na snagu zabrana uvoza iz te zemlje. Jedino rešenje za kinesku privredu bi bilo uvođenje fleksibilnog kursa.

Na multilateralim konsultacijama koju je organizovao MMF, održanoj 21. juna 2007. kojoj su prisustvovali Kina, SAD, Saudijska arabija, zemlje euro zone došlo se do sledećeg zaključka o načinu rešavanja globalnih disbalansa. U cilju balansirano svetskog razvoja i prevazilaženje krize utvrđena je strategija za svaku zemlju pojedinačno. Razvojna agenda iako donešena pre krize potpuno se uklapa u konačan zaključak donesen u okviru ove glave o prebacivanju, relokaciji tražnje tražnje.

Tabela 2-5: Strategija globalnog prilagođavanja

KINA	Povećanje dohotka ruralnih domaćinstava putem smanjenja poljoprivrednih poreza, promovisanje socijalnog razvoja, smanjenje nezaposlenosti. Promovisanje balansirano razvoja eksternog sektora, smanjenje nivoa carina na 9.9%, smanjenje energetsko intezivnog i ekološki štetnog izvoza. Otvoriti bankarski, distributivni, telekomunikacioni sektor za stranu konkurenciju. ohrabriti prekomorske investicije. U skladu sa pravilima STO uskladiti zakone, praksu i procedure, produbiti finansijske reforme. Povećati fleksibilnost RMB, razviti svop transakcije.
EURO ZONA	Strukturne reforme; Stimulisati R&D, promovisti razvoj informativnih tehnologija. Dalja reforma proizvodnog tržišta, poboljšanje poslovnog okruženja. Jačanje konkurencije u zaštićenim industrijama. Reforme finansijskog okruženja.
JAPAN	Mere za jačanje konkurencije pogotovu u nerazmenljivom sektoru; Fiskalna konsolidacija u cilju smanjenja racija dug/GDP; Reforma tržišta radne snage, podsticaji participaciji mladoj i ženskoj radnoj snazi; Olakšanje priliva SDI ;
SAUDIJSKA ARABIJA	Povećanje socijalnih i infrastrukturnih izdataka (za oko 20%); Povećanje investicija u proizvodnji sirove nafte i van ovog sektora. Zadržati peg režim za dolar;
SAD	Dalja fiskalna konsolidacija-eliminirati budžetski deficit do 2012; Reforme za obezbeđenje dugoročne fiskalne održivosti; Poreski podsticaji za štednju; Niski porezi za atraktivni investicioni ambijent; Inovativno kapitalno tržište;

Izvor: Blanchard, O. Milesi-Ferretti, G.M. (2010), "Global imbalances: past, present, and future", International Monetary Fund, Research Departme

Uopšteno kao što je istaknuto prilagođavanje globalnog debalansa će biti olakšano zajedničkim naporima ka povećanju izvoznika nafte, pogotovu na Srednjem Istoku, većoj fleksibilnosti deviznih kurseva zemalja Azije, strukturnim reformama euro zone i fiskalnim prilagođavanjem i povećanjem štednje američke privrede¹⁴⁰. Reforma finansijske arhitekture na smanjenju podsticaja za gomilanjem rezervi bi bila poželjna na dugi rok i pomogla bi oporavku na kratak i srednji rok.

2.12 PLATNOBILANSNI PROBLEMI REŽIMU FLEKSIBILNOG KURSA I MEĐUNARODNA KOORDINACIJA

„Glavne zemlje se moraju složiti oko fiskalne i monetarne politike koja promovise prosperitet i rast svetskoj ekonomiji, gradualno korigujući debalanse koji su se isprečili između njih“

J. Tobina (1987)¹⁴¹

Koordinacija bi trebalo da se zasniva na ekonomskoj saradnji ključnih industrijskih zemalja. Zbog visoke mobilnosti kapitala i efekta „prelivanja“ kao i funkcionisanju fleksibilnih kurseva dolazi do njihove pojačane međuzavisnosti nego u režimu fiksnog kursa. U režimu fiksnog kursa međunarodna povezanost je funkcionisala na principu subordinacije. U sistemu fleksibilnih kurseva svaka zemlja formira svoju makroekonomsku politiku, ali se međuzavisnost ostvaruje preko finansijskih tržišta.

MMF-ova osnovna uloga od osnivanja je davanje ekspertize po pitanju održivosti deviznog kursa. Za vlade zemalja sa rigidnim kursovima ovo pitanje postaje delikatno jer konsultovanje MMF-a sa sobom povlači mnogo pitanja i sumnjičavosti što može da dovede do urušavanja kredibiliteta. Osnovna pravila kojima MMF treba da se povodi u trenucima krize nije odbrana fiksnog i rigidnog kursa već postizanje sporazuma o odgovarajućem nivou deviznog kursa na srednji rok, ali i postizanje saglasnosti o korišćenju fleksibilnih rešenja za održanje referentnih nivoa. Drugo pravilo se može preskočiti u izuzetnim situacijama kada je zemlja suočena sa hiperinflacijom, bez monetarnog kredibiliteta, pa je neophodno čvrsto spoljno sidro.

Pitanja koja se odnose na politiku deviznog kursa i bankarsku superviziju pored ostalih kriterijuma uslovljenosti (kontrolu fiskalne politike, kontrolu inflacije, održanje kamatnih stopa na nivou kompatibilnim sa nivoom deviznog kursa) postaje dominantno u borbi za ekonomsko održanje zemlje i minimiziranje moralnog hazarda. Mora da

¹⁴⁰IMF., (2007), *Report on the Multilateral Consultation on Global Imbalances with China, the Euro Area, Japan, Saudi Arabia, and the United States*, www.imf.org/external/np/pp/2007/eng/062907.pdf

¹⁴¹Tobin, J. (1967), “A General Equilibrium Approach to Monetary Theory”, *Journal of Money, Credit and Banking*

postoji koncenzus međunarodne zajednice po pitanju probijanja deviznih kurseva jer slobodan pad jedne valute može lako da izazove domino efekat.

Međunarodni koncenzus za zemlje u razvoju se oslanja na plivajuće kurseve. Izbor deviznog kursa za male otvorene ekonomije je od krucijalnog značaja za dalji razvoj. Takođe je blisko povezan sa kredibilitetom ekonomske vlasti i kvalitetom makroekonomske politike. U vezi s tim otvoreno je pitanje da li je, bez ograničenja deviznog kursa, većina zemalja sposobna da vodi politiku monetarne stabilnosti.

Laureat Nobelove nagrade Robert Mendel primećuje 2009. godine da je ideja plivajućeg kursa „najgora ideja predložena u 20-tom veku“! Razlozi za ovakav stav su sledeći. Nakon uvođenja fleksibilnih kurseva može se reći da internacionalni monetarni sistem ne postoji. Svaka zemlja je imala svoj sistem i mogla se nositi sa inflacijom na svoj način, široko koristeći monetarnu slobodu. Mišljenja je da je Sporazum koji je uspostavio pravosnažno ovaj sistem ne može se smatrati u tom trenutku kao pažljivo osmišljen plan već više kao akt očajanja u momentu urušenja postojećeg sistema. Novi sistem obećava ekonomsku slobodu jer nije potrebno obraćati pažnju na održanje eksterne ravnoteže, već se može više voditi računa postizanju pune zaposlenosti i cenovnoj stabilnosti. Na samom početku evolucije sistema fleksibilnih kurseva postojalo je uverenje da zemljama nisu više potrebne rezerve zlata i drugih moneta. Ali potreba za ovim rezervama je bila veća u ovom režimu nego u režimu fiksnog kursa. Rezerve kao procenat uvoza su se povećale u toku 35 godina od kada je plivanje otpočelo. Mendel dalje obrazlaže svoj stav negirajući tezu da je fleksibilan kurs rešenje za slobodna tržišta. Dok su se u fiksnom režimu fiksirale cene u novom režimu se fiksira kvantitet što nije mnogo liberalnije. Još od sredine 70-tih Fond forsira prelazak na plivajuće režime ne nudeći nikakvu alternativu. Mendel dalje potencira dogmatičnost MMF-a jer je tokom 50-tih i 60-tih godina forsirao fiksne kurseve što se da može primetiti iz godišnjih izveštaja iz 1950. i 1962. godine u kojima se napadaju fleksibilni kursevi. „Ono što ponovo spašava svetski monetarni sistem je dolar. Dolar postaje rezervna valuta i njegova snaga nije nimalo umanjena prelaskom na plivajući režim“.¹⁴²

Pretpostavka koja važi za režim plivajućeg kursa postaje kritična na primeru Japana. Snaga japanskog jena ne potiče od jakog izvoza, koji je za vreme krize i u toku 2009. godine oštro gubio vrednost. Snaga jena ne potiče od direktnih investicija. Snaga japanskog Jena tokom 2009. godine se zasnivala na špekulativnoj tražnji. Cena valuta je postala diktat špekulanata. Fleksibilni kurs, dakle, ne garantuje prilagođavanje.

Slična situacija se desila 1980-tih godina kada je „super dolar“ gušio Ameriku. da bi regulisale dezekvilibrijum industrijske zemlje potpisuju *Plaza Accord* 1985. da bi došlo do regulišuće depresijacije dolara. Da li je takav sporazum moguć sada. Špekulativne snage sada, naoružane naprednim finansijskim derivatima su mnogo jače danas. Špekulativna ponuda i potražnja nadmašuju ponudu i potražnju zasnovanu na trgovini i realnoj ekonomiji.

¹⁴²Mundell, R. A., Koźmiski, L. (2003), „The International Monetary System and the Case for a World Currency”, Academy of Entrepreneurship and Management (WSPiZ) and TIGER, Warsaw

2.12.1 REFORMA MEĐUNARODNE FINANSIJSKE

ARHITEKTURE I MMF-A

Međunarodna finansijska kriza i periodi visoke nestabilnosti i stresa za međunarodni finansijski sistem nagnale su zemlje da razmisle o potencijalnim koristima od kolektivne akcije u cilju proširenja regulatorne uloge MMF-a, ili formalno kroz uspostavljanje novih obaveza, kao što je upravljanje deviznim kursevima, ili kroz dobrovoljno podvrgavanje neformalnoj regulaciji bez obligacija. Jedan od potencijalnih oblasti intezivne regulacije MMF-a je proces globalnog prilagođavanja. Ovo nije nova oblast fondovog učešća. Proces globalnog prilagođavanja je blisko povezan sa formalnim obligacijama članica. Član I kojim se olakšava i proširuje balansirani razvoj međunarodne trgovine je jedan od Fondovih ciljeva. Takođe član IV obavezuje članice da upravljaju ekonomskom i finansijskom politikom u cilju održanja cenovne stabilnosti. MMF se može realizovati u novoj ulozi ispunjavajući informativnu ulogu obezbeđujući stručnu pomoć državama u vođenju makroekonomske politike¹⁴³. Novi MMF postaje i forum za multilateralne konsultacije. Pravci reforme Fonda mogu da kreću u sledećem pravcu:

- Reforma procesa nadgledanja zemalja članica;
- Potrebna je nova forma multilateralnog nadgledanja u cilju rešavanja sistematskih pretnji po monetarni sistem, uključujući globalne debalanse i valutne neuravnoteženosti.
- Reforma distribucije kvota, samim tim, glasačke snage čime bi se priznala ekonomska važnost zemalja rastućih tržišta.
- Uspostavljanje novog programa finansiranja zemalja sa opreznom politikama, ali bez iskustva u suočavanju sa slabostima u platnom bilansu;
- Revizija Fondove politike sa državama koje su prestale sa servisiranjem dugova kreditorima;
- Potreban je novi način izbora generalnog direktora¹⁴⁴;

Reforma međunarodne finansijske arhitekture treba da se fokusira na unapređenu finansijsku superviziju, više transparentnosti na finansijskim tržištima, efikasni sistem ranog upozoravanja na finansijske krize i bolju koordinaciju međunarodne politike. Kriza je ukazala da nacionalna kontrola banaka koje posluju globalno nije dovoljna. Rupe u regulaciji izazvale su efekat prelivanja na druge zemlje. Nedostajali su mehanizmi za rešavanje krize za banke koje posluju širom sveta. Međunarodna koordinacija u nadgledanju je evidentno neophodna. Veća transparentnost takođe podrazumeva međunarodni sporazum o podsticajnim strukturama u finansijskom sektoru koje obeshrabruju preterano rizikovanje. Predugo se smatralo da sve finansijske inovacije promovisu ekonomski razvoj i pomažu u ublažavanju rizika. Međutim, kako su finansijski proizvodi postajali sve kompleksniji, niko nije znao ko je preuzeo rizik. Naravno, bilo je upozorenja da je rizikovanje postalo obimno, ali predugo je postojala nada da će tržišne sile rešiti sve probleme. Potrebni su mehanizmi za rano upozoravanje

¹⁴³Truman, M. (2009), "The International Monetary Fund and Regulatory Challenges", W P 0 9 - 1 6,

¹⁴⁴ Kenen, P. (2007), "Reform of the International Monetary Fund", Csr no. 29, Council on foreign relations.

sa konkretnim merama nakon toga. To ne podrazumeva da je pravi odgovor veća regulacija. Važno je da su mere dosledne. Unapređena supervizija je važna, ali države treba da budu spremne da koordiniraju ekonomske politike i politike deviznog kursa. Zahvaljujući masovnoj kupovini dolara, privrede u razvoju predugo su pomagale kreditnu kulturu u Sjedinjenim Američkim Državama, koja je na kraju dovela do krize. Snažnija uloga za MMF posebno je važna jer su svi ovi problemi povezani. Zaista, MMF je sa svojim članstvom iz svih delova sveta i akumuliranom međunarodnom ekspertizom najbolje pozicioniran da preuzme vodeću ulogu u multilateralnom pristupu finansijskoj stabilnosti. Ova uloga treba da ide dalje od tradicionalnih zadataka MMF kao savetnika i zajmodavca. Uloga savetnika čini MMF ranjivim na kritike zemalja u razvoju da industrijski svet ne obraća pažnju na savete. Kako timovi MMF rade širom sveta da bi pomogli vladama u kreiranju programa koji bi povratili poverenje, jasno je da uloga zajmodavca nije zastarela. Međutim, to ima gorak prizvuk: MMF sada treba da počisti nered u zemljama u razvoju koji je stvorila finansijska kriza i čiji je izvor na nekom drugom mestu.

Na globalnom nivou MMF može da pomogne u dizajniranju regulatornih sistema za finansijska tržišta stvaranjem platforme za ključne igrače. Fond može da pruži analitičku podršku, identifikuje nedostatke u nadzoru i ukaže gde nadzor treba unaprediti. Treba da prati napredak, ali da se uzdrži od toga da se i sam ponaša kao regulatorno telo. Taj mandat ostaje sadašnjim supervizorima i međunarodnim grupacijama, kao što je Forum za finansijsku stabilnost. Međutim, MMF bi postao „supervizor supervizora“. Na nacionalnom nivou MMF može da procenjuje regulatorne sisteme i daje preporuke. Mnoge članice MMF tražile su to na dobrovoljnoj osnovi. Do sada, međutim, SAD nisu dozvoljavale MMF da se meša. Revizije urađene u okviru programa procene finansijskog sektora treba da postanu obavezne i njihov nastavak treba da bude integrisan u redovne aktivnosti nadgledanja od strane Fonda. Bolja koordinacija delovanja može da ima korist od poboljšanog analitičkog rada na vezama između finansijskih unapređenja i realne ekonomije. Bazirano na njegovoj nezavisnoj analizi, MMF treba da ima ovlašćenja da dovede za isti sto kreatore politike ključnih država članica. Multilateralne konsultacije mogu da pomognu u sprečavanju zemalja da preduzmu ekonomske mere koje negativno utiču na finansijsku i ekonomsku stabilnost drugih zemalja. Globalnim neravnotežama potrebno je baviti se još snažnije. Na kraju, MMF treba da bude bolje opremljen za rešavanje problema u finansijskom sektoru. Tradicionalni programi MMF koji se fokusiraju na budžetsku ili monetarnu politiku nisu dovoljni u ovoj finansijskoj krizi. Fond treba da formira kreditne linije za zemlje koje vode dobru makroekonomsku politiku.¹⁴⁵

¹⁴⁵ Baker, A., izvršni direktor MMF i zastupnik 13 zemalja u toj instituciji, dnevni list DANAS, 11.4.2010

2.12.2 WTO I PRAVILA ZA SLUČAJ NASTUPA KRIZE PLATNOG BILANSA

Pravila STO predviđaju dve vrste mera za zaštitu trgovine čija je glavna karakteristika to što su privremene. Prva vrsta obuhvata mere koje su sačinjene u cilju zaštite privrede od uvoza koji je nastao u neregularnim uslovima trgovine. Tu spadaju: mere u cilju zaštite platnog bilansa, zaštitne mere u cilju ekonomskog razvoja i mere zaštite radi smanjenja uvoza u vanrednim situacijama. Druga vrsta obuhvata mere u vezi sa trgovinskim poslovanjem koje narušava uslove konkurencije (nelojalno poslovanje) - antidampinške i kompenzatorne carine.

Zaštitne mere u svrhe ekonomskog razvoja. Ovaj član predviđa upotrebu zaštitnih mera (visoke carine, kvantitativna ograničenja uvoza) za unapređenje novih i mladih industrija. Ova odredba je napisana uglavnom za potrebe zemalja u razvoju. U praksi se retko primenjuje što zbog komplikovane procedure za sprovođenje samog člana, ali i zbog činjenice da je država uglavnom konsolidovala svoje carine na nivou koji je znatno viši od onih koji se primenjuju.

Zaštitne mere u svrhe zaštite platnog bilansa. Pravila Svetske trgovinske organizacije dozvoljavaju zemljama članicama primenu specijalnih mera u slučaju detorijacije njihovih bilansa plaćanja. Ove mere su regulisane članovima XII GATT-a i član XVIII.B¹⁴⁶. Član XII predviđa uvođenje uvoznih ograničenja da preduhitri ili zaustavi znatno opadanje deviznih rezervi ili uvećanje veoma niskih deviznih rezervi.

Član XVIII:B se bavi problemima slične prirode dozvoljavajući zemljama u razvoju da koriste ograničenja ali u manje striktnoj formi. Ovaj član ne zahteva da pretnje budu neposredne ili da rezerve budu na veoma niskom nivou. Oba člana podrazumevaju da se nivo uvoza kontroliše preko restrikcija na kvanitet ili vrednost uvoza. Cilj ovih mera je i da se onemogući njihovo neodređeno delovanje. Preferira se upotreba instrumenata zasnovanih na ceni pre nego kvantitativne restrikcije. Ukoliko zemlje koriste kvantitativne restrikcije dužna je to da obrazloži. Takođe ovim merama se kontroliše celokupan uvoz umesto zaštite po sektorima. Svrha ovih mera je preventiva platnobilnsnih, a ne strukturnih problema određenih sektora ili proizvodnje. Mere nisu predviđene da se nose sa naraslim problemima usled liberalizacije i trgovinskih reformi. Podrazumeva se da je liberalizacija učinjena na recipročnom nivou pa su i trgovinski partneri smanjili carine i barijere na uvoz. Dalje, smatra se da u režimu fleksibilnog kursa svaka tendencija da se izvoz razvija brže od uvoza dovodi do određenog prilagođavanja deviznog kursa (depresijacija, apresijacija) koje niveliše prethodne efekte. U režimu fiksnog kursa vlasti mogu da kombinuju devalvaciju i liberalizaciju ukoliko su zabrinuti za konkurentnost svoje privrede. Zaključak koji proističe je da ove mere gube na značaju tokom vremena što se vidi iz priložene tabele:

¹⁴⁶ Bacchetta, M., Jansen.,M. (2003), "Adjusting to trade liberalization, the role of institution and WTO disciplines", WTO, Special study

Tabela 2-6: Primena mera za zaštitu platnog bilansa

	Član XVIII.B	Član XII nakon 1990	Druge mere
Argentina	1972-1978 1986-1991		
Bangladeš	1974		
Brazil	1962-1972 1976-1991 1995		
Bugarska		1996-1998	
Čile	1961-1980		
Kolumbija	1981-1992		
Republika Češka		1990-1991	
Egipat	1963-1995		
Gana	1959-1989		
Mađarska		1995-1997	
Indija	1960-1997		
Indonezija	1960-1979		
Izrael		1961-1995	
Koreja	1969-1989		
Nigerija	1985-1998		
Pakitan	1960-...		
Filipini	1980-1995		
Poljska		1992-1996	
Rumunija		1998-2000	
Slovačka		1990-1991 1994-1996 1997-1998 1999-2000	
Južnoafrička Republika			1960-1977 1985-1995
Šri Lanka	1960-1998		
Tunis	1967-1997		
Turska	1960-1997		

**Datum je vezan za primenu mera ili za početak konsultacija u Komitetu STO*

Izvor: Bacchetta, M., Jansen, M. (2003), "Adjusting to trade liberalization, the role of institution and WTO disciplines", WTO, Special study

Tabela pokazuje da je od 1995. veoma mali broj zemalja primenio mere za zaštitu platnog bilansa. Uglavnom su to bile tranzicione zemlje koje su potegle za članom XII. U suprotnosti sa zemljama u razvoju, koje su koristile kvantitativne restrikcije za izvestan period vremena, tranzicione zemlje su primenjivale privremene uvozne doplate na period od jedne do dve godine.

Zaštitne mere u slučaju nepredviđenog rasta uvoza. Ove mere se privremeno koriste radi ograničenja uvoza u nastanku vanrednih situacija. Ovaj sporazum određuje pravila koje treba primenjivati kada neka država treba da smanji uvoz tokom određenog perioda. Ključni uslov je da se sprovede istraga kojom se utvrđuje da li je obim uvoza zaista toliki. Ove mere se moraju primenjivati na nediskriminatornoj osnovi. Sve zaštitne mere su podložne klauzuli potpunog ukidanja (mera može biti maksimalno 8 godina na snazi).

Kompenzatorne mere. U situacijama kada neka država smatra da je uvoz subvencioniran zabranjenim merama, ili subvencijama koje pokreću odgovarajuću akciju, ona može da pokrene postupak za naknadu štete pred organom STO za rešavanje sporova. Jedan od ključnih uslova je da se mora organizovati istraga, kojom bi se dokazalo da je naneta materijalna šteta oštećenoj industriji. Pravila iz oba sporazuma su veoma komplikovana i za njihovo sprovođenje je potrebno veliko znanje, kao i jak institucionalni okvir, koji će omogućiti realizaciju odgovarajućih administrativnih procedura.

Antidampinške mere. Sporazum o antidampingu definiše pojavu dampaing kao prodaju robe na inostranom tržištu po ceni koja je niža od „normalne vrednosti“, gde je normalna vrednost cena koja se naplaćuje na domaćem tržištu preduzeća za izvoz u „normalnim trgovinskim tokovima“. Kao i u prethodnom slučaju mere se mogu preduzeti samo ako je dokazano da dampaing prouzrokuje materijalnu štetu domaćoj industriji.

3 ANALIZA EKSTERNE NERAVNOTEŽE SRBIJE U PRVOM TRANZICIONOM PERIODU 2000 - 2009

3.1 SPOLJNOEKONOMSKA NERAVNOTEŽA, UZROCI I POSLEDICE

U otvorenoj privredi, makroekonomska politika ima dva osnovna cilja, unutrašnju i spoljašnju ravnotežu. Neki autori (Salvatore, 2009) će tome dodati ciljeve postizanja pristojne stopa rasta, ravnomernu raspodela dohotka, i adekvatnu zaštitu prirodne okoline. R.Nurkse je unutrašnju ravnotežu definisao kao „onaj nivo nacionalnog dohodka pri kojem nema opšte nezaposlenosti niti inflacionih tendencija porasta cena“. MMF u svom aktu o osnivanju ističe prioritet unutrašnjih nad spoljašnjim ciljevima ističući da su unapređenje i održanje visokog stepena zaposlenosti i realnog dohodka, kao i razvoj proizvodnog potencijala osnovni ciljevi ekonomske politike. Čak i unutrašnji ciljevi ekonomske politike mogu doći u koliziju jer što se više eliminiše nezaposlenost putem ekspanzije agregatne tražnje, to dolazi do povećanja nivoa cena. Postoje i druge definicije unutrašnje ravnoteže, ona je ravnoteža agregatne ponude i tražnje, proizvodnje i potrošnje, robnih i kupovnih fondova.

Česti zahtevi za ispunjenjem unutrašnje ravnoteže u smislu postizanja pune zaposlenosti (4-5% godišnje je takozvana *frikcionalna nezaposlenost* koja se javlja u procesu promene posla) i cenovne stabilnosti (po nekim autorima nisku inflaciju) biće u koliziji sa zahtevima za spoljnom ravnotežom, ravnotežom platnog bilansa (privremenom ciljnom neravnotežom kao što je, na primer, suficit kojim zemlja pokušava da nadomesti devizne rezerve ili ciljni deficit kojim privlači akumulaciju). Ovako postavljeni ciljevi jedne otvorene ekonomije mogu negativno da korespondiraju u brojnim slučajevima npr. nedovoljne domaće akumulacije odnosno kreditiranja privrednog rasta pozajmicama na međunarodnom finansijskom tržištu, zatim u slučaju negativnih tokova trgovinskog bilansa gde dolazi do povećanja ponude dobara na unutrašnjm tržištu, i predstavlja višak ponude iznad proizvodnih mogućnosti zemlje. Iako je spoljnoekonomska ravnoteža detaljno obrazložena još u delu Džejms Mid (*James Meade*) iz 1951. godine ova problematika je još uvek aktuelna¹⁴⁷.

Zbog nedostataka referentnih tačaka pojam spoljne ravnoteže je teže definisati od pojma unutrašnje ravnoteže. Spoljna ravnoteža se često poistovećuje sa ravnotežom tekućeg računa neke zemlje. Ovu definiciju ne treba uzeti zdravo za gotovo pogotovu ako govorimo o brzorastućim tržištima i zemljama u tranziciji. U prilog ovoj zamerki je i činjenica da skoro sve zemlje sveta imaju dugogodišnje deficite tekućeg računa koji nimalo ne remete makroekonomsku stabilnost njihove privrede. Neravnoteža platnog

¹⁴⁷ Kovač, O. (2002), *Spoljnoekonomska ravnoteža i privredni rast, poblemi i iskustva Jugoslavije*, CID, Ekonomski fakultet Beograd

bilansa se može posmatrati kao način na koji zemlje ostvaruju dobit od intertemporalne trgovine (razmena potrošnje u vremenu). Insistiranje na ravnotežu tekućeg bilansa ne ostavlja mogućnost za razmenu potrošnje u vremenu. Ovakvo trgovanje potrošnjom kroz vreme ipak krije neke zamke koje treba izbeći. S obzirom da, kao što smo rekli, je teško definisati optimalni nivo deficita/suficita tekućeg bilansa može se upasti u zamku koja vodi destabilizaciji makroekonomske politike. "Pri proceni se vodi računa o specifičnim karakteristikama zemlje, uzima se u obzir kretanje ostalih makroekonomskih indikatora (stopa inflacije, stopa rasta BDP-a itd.), prati se tendencija kretanja salda tekućeg računa, struktura uvezene robe (uvoz robe široke potrošnje ili investiciona dobra), dešavanja na kapitalno-finansijskom računu (strane direktne i portfolio investicije, krediti, njihova ročna struktura i namena)"¹⁴⁸. Visoki deficit je problem ako predstavlja privremenu visoku potrošnju koja je posledica loše vođene državne politike, zatim investicione odluke mogu da budu zasnovane na lošim očekivanjima vezanim za profitabilnost, takođe može biti uzrkovanim ekspanzivnom fiskalnom politikom. Suficit tekućeg računa predstavlja problem ukoliko ukazuje na to da zemlja akumulira aktivu lociranu u inostranstvu. Za dati nivo nacionalne štednje suficit može predstavljati manja ulaganja u domaću opremu i postrojenja.

Mudro rešenje u održanju simultane unutrašnje i spoljašnje ravnoteže je održanje takvog nivoa agregatne domaće tražnje koja absorbuje domaći proizvodni potencijal uvećan za iznos deficita tekućeg računa (umanjen za iznos suficita) koji može redovno da se finansira neto uvozom odnosno izvozom.

3.2 KARAKTERISTIKE PLATNOG BILANSA U PERIODU 2000-2010

Obzirom na naziv teme potrebno je preciznije definisati vremenski horizont kratkog i dugog roka. Pod kratkim rokom podrazumevamo vremenske procese i promene koje se odigravaju u intervalima od 3-5 godina. U kratkom roku ne mogu doći do izražaja dejstva dinamičkih faktora, niti uticaj strukturnih promena na razvoj grana u kojima se proizvode potrošna dobra. Ograničavanje horizonta posmatranja na kratki rok osujetilo bi analizu u pružanju optimalnog izbora. O dužini vremenskog perioda i kriterijuma njegovog izbora mišljenja su podeljena. Neki od autora zastupaju mišljenje da dugi rok treba da bude rok od četrdeset godina tj. toliki je prosečan vek jedne generacije. Kod drugih je to dvadeset godina kao dovoljan period za primenu krupnijih tehničko-tehnoloških rešenja. Notkin dalje objektivizira ceo proces svodeći ga na period reproduccionog ciklusa od dobijanja rude i sirovina do proizvodnje prometa potrošnje, a to je oko 9-10 godina.¹⁴⁹ U ovom radu referentan okvir za dugi rok će biti 10 godina. Platni bilans u ovom periodu ima sledeće specifičnosti:

¹⁴⁸ CBCG, "Analiza održivosti deficita tekućeg računa Crne Gore"(2008), <http://www.cb-cg.org> (Pritupljeno 13.6.2015)

¹⁴⁹Rosić, I., Đurić, D.(2008), *Nacionalna ekonomija*, Ekonomski fakultet, Kosovska Mitrovica

- nakon promena u političkoj sferi dolazi do odedenih promena u ekonomskoj sferi pre svega na polju ekonomskih odnosa sa inostranstvom i inteviziranja kapitalnih i tekućih transakcija platnog bilansa. Vrlo brzo su usledile promene kako spoljnotrgovinskog režima tako i nagle liberalizacije koja je ipak sa vremenske distance od nekoliko godina izgledala preuranjena i nagla;
- intevizirale su se kapitalne transakcije, koje u dotadašnjem prikazu platnog bilansa nisu bile zastupljene (bespovratni transferi, ekonomska pomoć, strane direktne investicije), što je nametalo poseban platnobilansni prikaz.
- tekući bilans beleži dramatične deficite do nastupa svetske ekonomske krize i kontrakcije agregatne tražnje, a generisan je rastom trgovinskog deficita.

Objasni poziciju po poziciju u nastavku teksta doći ćemo do sledećih osobenosti:

- a) Pored permanentnog deficita salda robne razmene, saldo usluga beleži konstantan suficit, sa pozitivnim uticajem na smanjenje deficita robne razmene sve do 2006. godine nakon čega i ovaj saldo pokazuje izrazitu negativnu tendenciju;
- b) Saldo doznaka takođe beleži permanentni suficit odnosno priliv po osnovu doznaka je značajno veći od odliva po osnovu podignute efektivne;
- c) Saldo kamata je značajan deficitni faktor, jer je saldo plaćenih kamata veći od salda naplaćenih kamata;
- d) Kapitalni bilans pokazuje odnose finansiranja odnosno kako je deficit tekućih transakcija finansiran. U posmatranom periodu saldo primljenih kredita je bio veći od salda otplata po osnovu uzetih kredita što upućuje na zaključak da je deficit finansiran zaduženjem u inostranstvu.

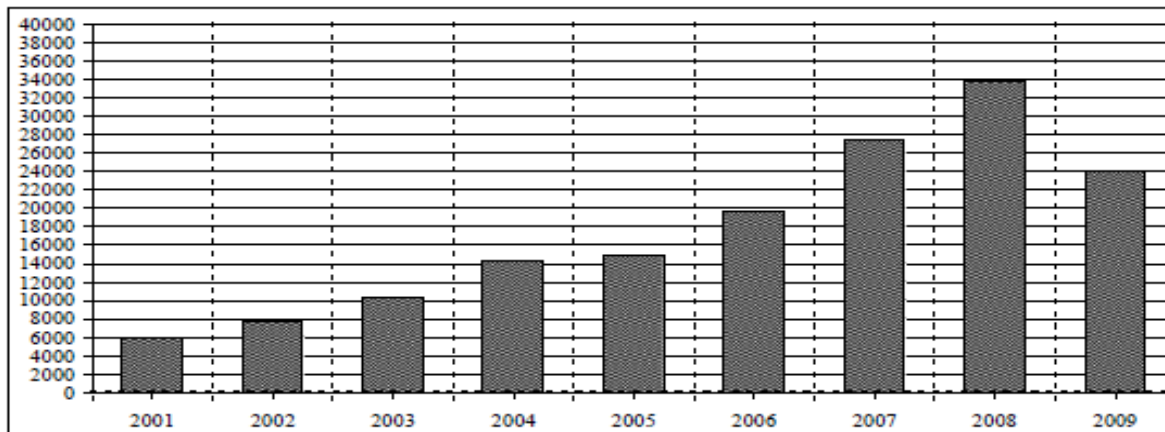
3.2.1 ODNOSI RAZMENE SRPSKE PRIVREDE

Podaci o spoljnotrgovinskoj robnoj razmeni su razvrstani prema nameni proizvoda BEC (Broad Economic Categories), po robnim sektorima SMTK - (Standardne međunarodne trgovinske klasifikacije), i po zemljama (namene/porekla).

U periodu posle 2000. godine, najveća spoljnotrgovinska razmena zabeležena je 2008. godine, kada se u poslednjem kvartalu počeo osećati uticaj svetske krize. "U 2009. godini nastavljene su tendencije pada izvoza i uvoza s kraja protekle godine. Kao glavni uzrok ističemo svetsku ekonomsku krizu koja je dovela do pada privredne aktivnosti, kako u svetu, tako i kod nas. Pad našeg izvoza je posledica i velikog smanjenja cena primarnih proizvoda na svetskom tržištu, a koji imaju veliko učešće u strukturi našeg

izvoza. Glavni uzrok smanjenja uvoza je pad industrijske proizvodnje i domaće potrošnje u Srbiji."¹⁵⁰

Grafikon 3-1: Obim spoljnotrgovinske robne razmene Republike Srbije, 2001-2009. godine



Izvor: RZS, 2010

Na negativan saldo spoljnotrgovinskog bilansa uticali su brojni faktori. Nek od njih smo će tek biti obrađeni u nastavku (apresijacija kursa, niska elastičnost tražnje, rast kredita). Na saldo spoljnotrgovinskog bilansa utiču i odnosi razmene. Odnosi razmene su godišnja procentualna promena jediničnih vrednosti uvoza i izvoza robe jedne zemlje na bazi dolarskih vrednosti. Pozitivne vrednosti indeksa nakon 2009. ukazuju na poboljšanje u odnosu na stanje u prethodnim godinama, jer će isti obim uvoza i izvoza rezultirati u višoj neto zaradi od izvoza. U 2006., 2007., i 2008. godini pogoršani su odnosi razmene jer uvozne cene počinju da rastu brže od izvoznih sa negativnim dejstvom na zaradu od izvoza. Pogoršanje konkurentnosti je zaustavljeno u 2008. godini zbog nepovoljnog uticaja svetske krize na zemlje EU sa kojom Srbija ostvaruje najveći deo razmene.

U sledećoj tabeli uporedili smo kretanje uvoza i izvoza. Izvoz raste znatno manjim tempom nego uvoz. Najveći zabeležen deficit trgovinske razmene je 2004 godine, -29.6 BDP.

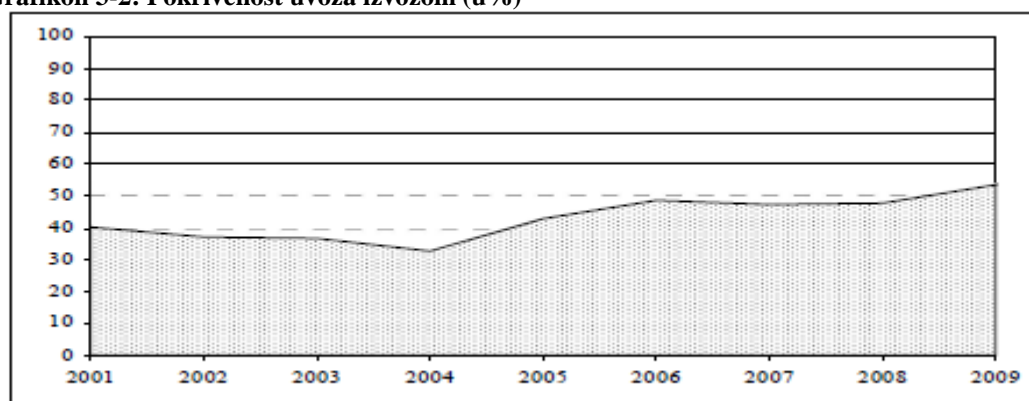
¹⁵⁰ Crnomarković, J.(2010), "Pregled spoljnotrgovinske razmene Republike Srbije 1988-2009", Republički zavod za statistiku, <http://webrzs.stat.gov.rs>

Tabela 3-1: Spoljnotrgovinski bilans (mil. evra)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Izvoz robe	1.896	2.192	2.442	3.119	3.944	5.102	6.432	7.428	5.962
% BDP	14.8	13.7	14.0	16.4	19.4	21.7	21.8	21.7	18.9
Uvoz robe	4.758	5.919	6.589	8.769	8.564	10.463	13.507	15.494	11.157
%BDP	37.1	36.9	37.8	46.0	42.1	44.5	45.7	45.2	35.4
Deficit	-2.862	-3.727	-4.147	-5.650	-4.620	-5.361	-7.075	-8.066	-5.195
% BDP	-22.3	-23.2	-23.8	-29.6	-22.7	-22.8	-23.9	-23.5	-16.5

Izvor: RZS, 2010

Pokrivenost uvoza izvozom je konstantno ispod 50%, sve do 2009. godine. Najmanja pokrivenost uvoza izvozom u posmatranom periodu ostvaren je najpre u 2004. godini, a osnovni razlog je planirano uvođenje PDV-a početkom 2005.

Grafikon 3-2: Pokrivenost uvoza izvozom (u%)

Izvor: RZS (2010)

Naime, uvoz mnogih roba koji je bio planiran za sledeću godinu, obavljen je u decembru prethodne godine kako bi se smanjilo plaćanje PDV-a od strane uvoznika u prvim mesecima 2005. godine. Pokrivenost izvoza uvozom u ovoj godini je najmanja u čitavom periodu i iznosila je svega 33%. Rekordan deficit ostvaren je 2008. godine – 12 milijardi dolara. Osnovni razlog za tako visoki deficit u ovom periodu bili su – rast lične i javne potrošnje (realni rast plata u javnom sektoru i prevelika javna potrošnja) i nedovoljna ponuda nekih neophodnih proizvoda iz domaće proizvodnje koji bi bili konkurentni proizvodima iz uvoza. U poslednjoj godini posmatranog perioda, došlo je do smanjenja deficita zbog već pomenutog uticaja svetske ekonomske krize. Ukoliko analiziramo strukturu izvoza i uvoza po robnim sektorima SMTK susrećemo se sa sledećim podacima.

Tabela 3-2: Struktura izvoza i uvoza

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
IZVOZ – UKUPNO	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
0 Hrana i žive životinje	15.7	23.0	18.1	18.2	17.3	16.6	15.4	13.5	18.1
1 Piće i duvan	0.7	0.8	1.1	1.6	1.2	1.8	2.0	2.3	3.0
2 Sirove materije	5.2	5.1	5.0	5.5	4.4	4.3	4.6	4.2	3.5
3 Mineralna goriva i maziva	2.9	3.7	2.2	2.6	3.7	3.5	2.6	3.4	4.7
4 Životinjska biljna ulja i masti	1.0	0.9	0.6	1.8	0.9	0.5	1.1	1.4	1.5
5 Hemijski proizvodi	7.7	8.1	9.0	10.9	11.0	10.1	10.4	10.1	7.9
6 Proizvodi svrstani po materijalu	29.3	26.5	25.1	33.6	35.6	37.6	35.0	32.9	26.1
7 Mašine i transportni uređaji	14.0	12.1	20.7	10.7	9.9	11.1	14.3	17.3	17.8
8 Razni gotovi proizvodi	20.8	17.5	16.6	14.4	15.7	13.9	14.1	14.0	15.9
9 Proizvodi i trans nigde pomenuti	2.6	2.3	1.5	0.7	0.3	0.6	0.58	0.9	1.5
UVOZ – UKUPNO	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
0 Hrana i žive životinje	7.8	7.2	6.3	5.8	5.6	4.9	4.5	4.8	6.1
1 Piće i duvan	2.2	1.9	1.8	1.5	1.1	1.2	0.9	0.8	1.2
2 Sirove materije	4.2	3.4	3.0	3.1	4.5	4.8	3.7	3.9	3.2
3 Mineralna goriva i maziva	19.5	16.1	14.4	15.2	19.4	19.7	17.2	20.4	16.9
4 Životinjska biljna ulja i masti	0.2	0.3	0.2	0.2	0.3	0.2	0.2	0.3	0.2
5 Hemijski proizvodi	15.5	14.1	13.5	13.1	14.0	14.2	14.0	13.8	16.5
6 Proizvodi svrstani po materijalu	20.6	20.9	20.8	19.7	20.8	20.8	21.8	19.9	19.4
7 Mašine i transportni uređaji	21.0	25.9	29.5	31.5	25.7	25.7	25.6	28.8	27.2
8. Razni gotovi proizvodi	7.5	9.0	9.6	9.5	8.4	8.3	8.8	8.8	9.6
9 Proizvodi i trans nigde pomenuti	1.5	1.3	0.8	0.4	0.2	0.1	0.0	0.0	0.1

Izvor: RZS (2010)

Sektor Proizvodi svrstani po materijalu ima najveće učešće u strukturi izvoza u periodu od 2000. do 2009. godine i kreće se u rasponu od 25,1% u 2003. godini do 37,6% u 2006. godini. Kod uvoza, sektor Mašine i transportni uređaji ima najveće učešće u strukturi ukupnog uvoza Srbije (prosečno oko ¼ istog), a ništa manje nije ni učešće sektora Mineralna goriva i maziva, koji je u 2008. godini činio 1/5 ukupnog uvoza. Ovo je i razumljivo zbog nedostatka tih prirodnih resursa, te je uvoz nafte i gasa, kao najvažnijih energenata, nužnost.

Struktura uvoza u odnosu na prethodni period (1988 – 1999) prikazuje priličnu postojanost, dok se struktura izvoza neznatno izmenila kroz smanjenje izvoza proizvoda za investicije nadoknađeno relativnim povećanjem izvoza reprodukcioni materijala.¹⁵¹

Sektorska analiza prema CMTK pokazuje poboljšanje konkurentnosti u sektorima 0,1 i 4 tj. primarnim proizvodima. Srpska privreda bi postala konkurentna na duži rok uz povećanje razmene u sektorima 5, 6, 7, 8, gde su proizvodi tehnološko intezivni i intezivni visokokvalifikovanim radom.

Tabela 3-3: Pokrivenost uvoza izvozom Srbije u %

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
0 Hrana	81.6	118.1	105.5	117.0	149.3	163.8	160.9	134.1	158.8
1 Piće i duvan	13.5	16.3	24.2	43.5	58.9	71.3	110.7	139.7	129.8
2 Sirove nejestive materije	50.9	58.5	62.7	61.2	45.3	44.3	60.2	51.0	58.8
3 Mineralna goriva i maziva	6.0	8.5	5.6	5.8	8.9	8.7	7.2	8.0	14.8
4 Životinjska biljna ulja i masti	200.0	118.8	106.3	411.1	252.4	77.5	227.9	244.3	248.0
5 Hemijski proizvodi	20.3	21.4	24.7	30.4	36.9	34.8	35.1	35.1	25.6
6 Prerađeni proizvodi	76.5	59.4	55.8	57.2	74.1	88.2	76.2	79.4	72.1
7 Mašine, aparati i transportni uređaji	27.0	17.3	25.8	12.2	18.0	21.1	23.7	30.5	35.9
8 Razni gotovi proizvodi	11.5	71.4	64.0	53.4	86.7	84.2	76.3	76.6	88.6
9 Proizvodi i transakcije	15.2	14.4	11.1	34.7	37.5	78.6	733.3	900.0	700.0
UKUPNO	40.4	37.0	36.9	35.5	46.1	48.8	47.6	48.0	53.6

Izvor: ITC, obrada RZR

Proizvodi se po BEC nameni svrstavaju u tri osnovne kategorije: Proizvodi za investicije (oprema), proizvodi za reprodukciju i proizvodi za široku potrošnju, a samo svrstavanje se vrši po principu pretežnosti. U okviru razvrstavanja proizvoda po nameni, najveće su vrednosti i na strani izvoza i uvoza ostvarene kod proizvoda za reprodukciju, slede proizvodi za široku potrošnju, a na kraju su proizvodi za investicije.

¹⁵¹ Republički zavod za statistiku, *Trendovi*, septembar 2010, www.stat.gov.rs

Tabela 3-4: Struktura izvoza i uvoza Republike Srbije, po BEC nameni, 2001-2009. godine (u %)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
IZVOZ UKUPNO	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Proizvodi za reprodukciju	53.1	54.5	54.6	66.1	66.8	67.1	65.8	64.5	59.4
Proizvodi za investicije	9.1	8.0	15.5	6.1	5.4	5.8	7.4	9.2	9.7
Proizvodi za široku potrošnju	37.8	37.6	29.9	27.8	27.7	27.1	29.8	26.2	30.9
UVOZ UKUPNO	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Proizvodi za reprodukciju	66.9	60.6	56.8	56.2	62.6	62.9	60.5	61.0	58.6
Proizvodi za investicije	15.8	20.2	19.4	20.8	15.9	15.9	17.6	16.9	14.9
Proizvodi za široku potrošnju	17.3	19.2	23.8	23.0	21.5	21.5	21.9	22.2	26.5

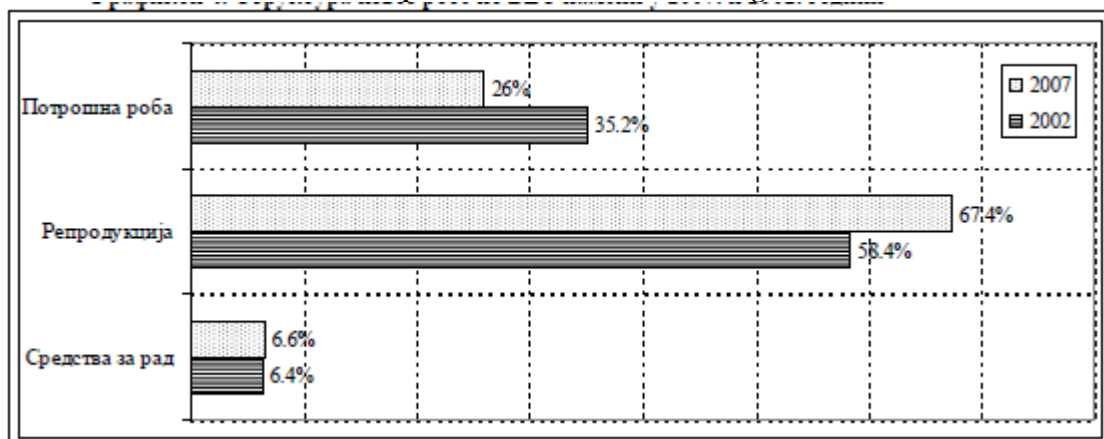
Izvor: RZS. 2010

Struktura izvoza po nameni proizvoda se ne menja od 2000. godine, koja se uzima kao godina u kojoj je nastavljena tranzicija naše ekonomije. Tokom čitavog perioda zabeleženo je visoko učešće sirovina i poluproizvoda (preko 50%), dok se učešće proizvoda široke potrošnje smanjuje (od preko 37% u prvoj godini posmatranog perioda do procenta koji se kreće oko 26% u 2008. godini), a učešće opreme je relativno konstantno i kreće se u procentu manjem od 10%. U strukturi izvoza dominiraju pretežno proizvodi za reprodukciju i poluproizvodi, dakle proizvodi sa malo novododate vrednosti, pa možemo reći da je izuzetno nepovoljna.

"U strukturi uvoza po nameni proizvoda za period 2001-2009, takođe nema bitnih promena; najviše su zastupljeni proizvodi za reprodukciju i roba za široku potrošnju. U grupi roba za široku potrošnju, dominiraju netrajni proizvodi, što je uz činjenicu da se uvozi oprema u procentu manjem od 20% ukupnog uvoza, nepovoljno za zemlju u tranziciji kakva je Srbija"¹⁵². Kod trajnih proizvoda za široku potrošnju najviše su zastupljena drumska vozila i električni aparati.

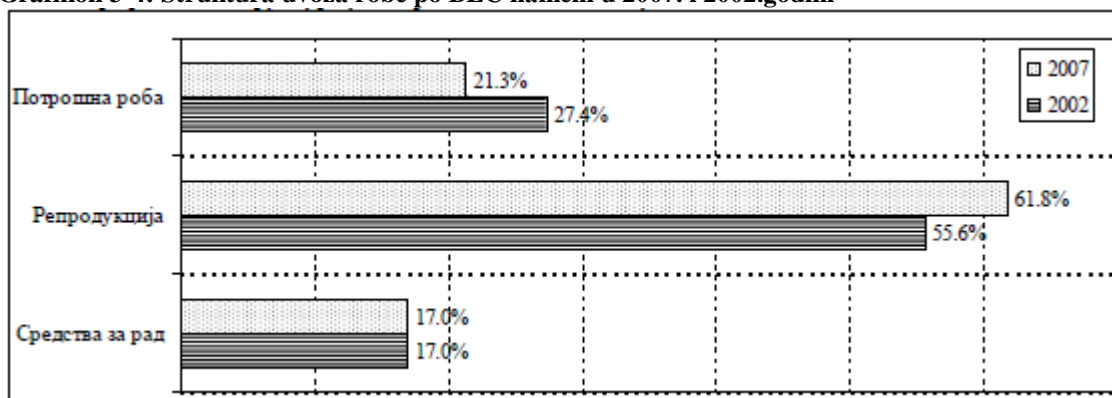
¹⁵² Savez ekonomista Srbije, www.ses.org.rs, (pristupljeno 5.5.2017)

Grafikon 3-3: Struktura izvoza robe po BEC nameni u 2007. i 2002.godini



Izvor: RZS

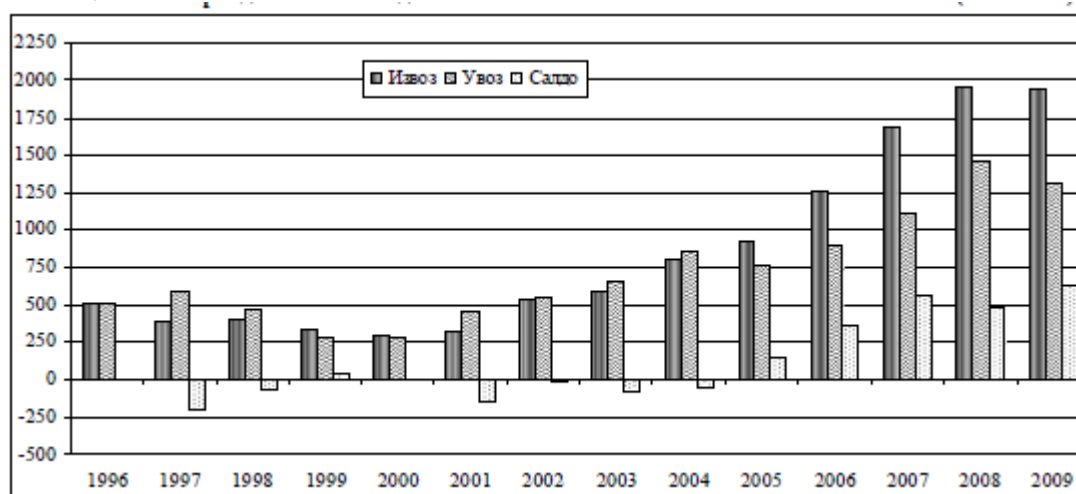
Grafikon 3-4: Struktura uvoza robe po BEC nameni u 2007. i 2002.godini



Izvor: RZS, 2010

Ovako visok procenat uvoza proizvoda za reprodukciju, koji ne prati u toj meri industrijska proizvodnja, verovatno je rezultat više faktora. Prvi je nerealan kurs dinara, zbog koga su neki proizvodi iz uvoza bili jeftiniji od domaćih (samo za one koji imaju alternativu u domaćoj proizvodnji). Drugo, s obzirom da je princip svrstavanja proizvoda po nameni – pretežnost, izvestan procenat proizvoda za reprodukciju koristi se, zapravo u širokoj potrošnji.

Grafikon 3-5: Izvoz i uvoz poljoprivrednih proizvoda u Republici Srbiji, period 1996-2009. godine (mil. USD)



Izvor: RZS, 2010

Zanimljivo je pogledati kako se kretao izvoz i uvoz poljoprivrednih proizvoda u periodu od skidanja sankcija Srbiji, 1996. godine do 2009. godine. Do 2005. godine, uglavnom smo imali deficit u ovom segmentu razmene, dok se u poslednjih pet godina konstantno beleži značajan suficit, pre svega zbog potpisanih sporazuma o slobodnoj trgovini. Međutim, tema poljoprivrede je široka i zaslužuje posebnu analizu.¹⁵³

3.2.2 TEKUĆI RAČUN SRBIJE, 2000 – 2010

Deficit tekućeg računa u 2009., u odnosu na 2008., niži je za 3,5 puta i iznosi 2,8 mlrd dolara. U 2010 deficit iznosi 2,795 mlrd dolara. Na realizaciju višestruko nižeg deficita uticali su pad izvoza i uvoza od 19,4% i 28,1% respektivno, kao i dinamičan priliv tekućih transfera. U 2009. u odnosu na 2008. tekući transferi beleže rast od 37,7% i ovaj vid priliva predstavlja značajan faktor stabilnosti tekućeg računa. Na dinamičan priliv tekućih transfera uticale su doznake koje su inicirale pad učešća deficita tekućeg računa u BDP tokom 2009. u odnosu na 2008, za 3,3%.¹⁵⁴ U 2010. se nastavlja trend iz 2009.

Tabela 3-5: Tekući račun Srbije 2000 – 2010 (u mlrd USD)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
I. TEKUĆI RAČUN	-153	280	-650	-1.532	-3.282	-2.193	-2.986	-6.932	10.439	-2.859	-2.795
I. a) TEKUĆI RAČUN BEZ ZVANIČNE POMOĆI	-153	-285	-1.247	-1.420	-2.880	-2.223	-3.966	-7.160	10.751	-3.134	-3.051

¹⁵³ Službeni glasnik Srbije. (2008), "Strategija povećanja izvoza Republike Srbije do 2011. godine", br 58/2008

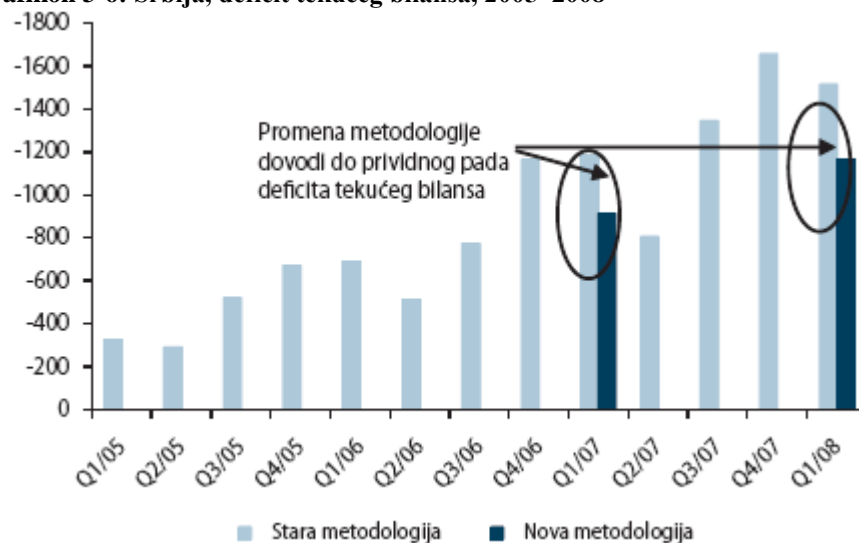
¹⁵⁴ Republički zavod za razvoj.,(2010), "Izveštaj o razvoju"

1. Roba (1.1-1.2.)²	-1.582	-2.308	-3.228	-4.021	-6.469	-5.289	-6.271	-9.721	12.546	-7.120	-6.335
1.1. Izvoz robe, f.o.b.	1.645	1.821	2.212	3.319	4.082	4.972	6.442	8.756	10.957	8.365	9.808
1.2. Uvoz robe, f.o.b.	-3.227	-4.129	-5.440	-7.340	10.551	10.261	12.713	18.478	23.503	15.485	16.143
2. Usluge (2.1.-2.2.)	141	244	130	202	162	-6	-52	-355	-283	30	9
2.1. Prihodi	421	614	749	1.039	1.475	1.636	2.321	3.167	4.033	3.489	3.531
2.2. Rashodi	-280	-370	-619	-837	-1.313	-1.642	-2.373	-3.522	-4.316	-3.459	-3.522
3. Bilans roba i usluga (3.1.-3.2.)	-1.441	-2.064	-3.098	-3.819	-6.307	-5.295	-6.323	10.076	12.829	-7.090	-6.326
3.1. Izvoz roba i usluga	2.066	2.435	2.961	4.358	5.557	6.608	8.763	11.924	14.991	11.855	13.339
3.2. Uvoz roba i usluga	-3.507	-4.499	-6.059	-8.177	11.864	11.903	15.086	22.000	27.820	18.945	19.665
4. Dohodak	-1	6	-73	-136	-216	-324	-415	-830	-1.356	-710	-891
4.1. Prihodi	53	48	62	69	80	98	198	710	831	692	583
4.2. Rashodi	-54	-42	-135	-205	-296	-422	-613	-1.540	-2.187	-1.402	-1.474
5. Tekući transferi	1.289	1.773	1.924	2.535	3.643	3.396	2.772	3.974	3.746	4.941	4.421
5.1. Prihodi	1.573	2.712	2.891	2.863	3.841	4.262	5.072	4.290	4.154	5.286	4.775
5.2. Rashodi	-284	-374	-370	-440	-600	-836	-1.321	-316	-407	-344	-354

Izvor: NBS

Pre detaljne analize tekućeg računa po stavkama treba imati u vidu metodološke promene koje su detaljno objašnjene u okviru poglavlja „Metodologija platnog bilansa“. Promena metodologije, koja se uvodi od 2007, implicira računovodstveno niže prikazan deficit tekućeg računa. Razlika koja je posledica metodološke promene smanjila je deficit tekućeg računa u 2007., za oko 4,2% BDP-a.

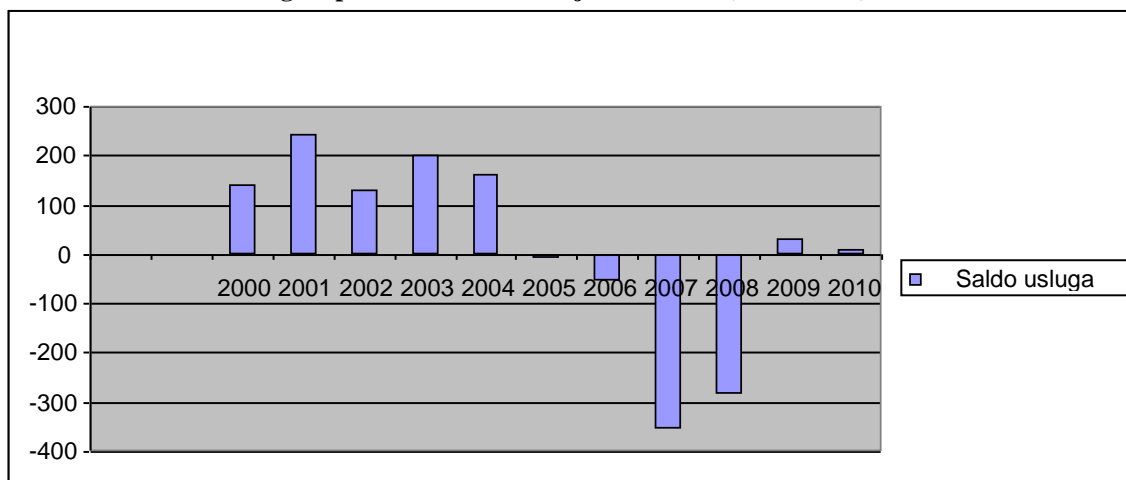
Grafikon 3-6: Srbija, deficit tekućeg bilansa, 2005–2008



Izvor: Kvartalni monitor br. 12 • januar–mart 2008

Saldo usluga je tradicionalno u suficitu (Grafik) i ima ulogu finansiranja deficita roba, međutim u Srbiji ni ovaj račun ne kompenzira deficit robe i usluga. Ovaj saldo pokazuje izrazitu negativnu tendenciju tokom 2006., 2007., 2008. godine. Negativne su sve stavke, komunikacije, saobraćaj, investicioni radovi. Srbija učestvuje u svetskom izvozu usluga sa 0,01%.

Grafikon 3-7: Saldo usluga u platnom bilansu Srbije 2000-2010 (u mln USD)

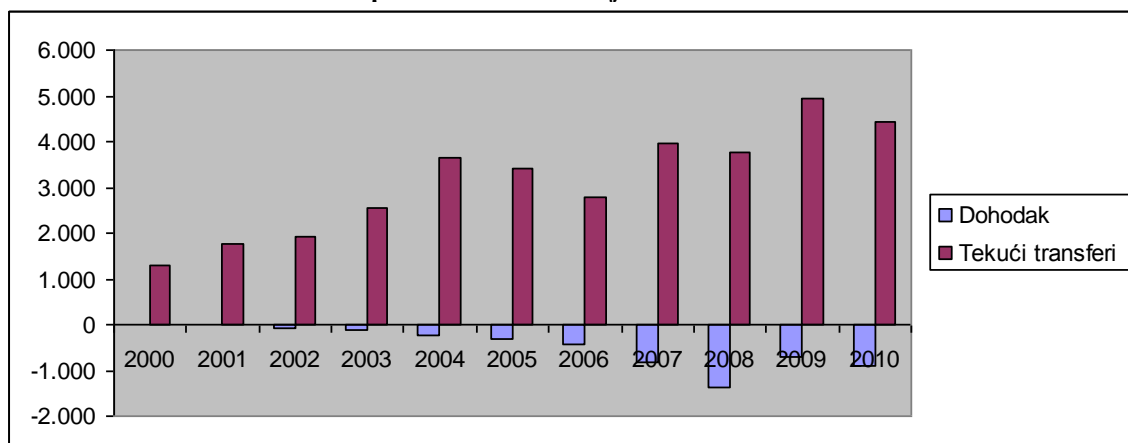


Autorov prikaz

"Račun dohotka obuhvata prihode i rashode koji su ostvareni po osnovu vlasništva nad faktorima proizvodnje. Ovim delom tekućeg računa obuhvaćene su kompenzacije zaposlenima (plate, nadnice), te prihodi i rashodi od kamata, investicija, odnosno dividende. Tekući transferi predstavljaju unilateralne transakcije tj. isporuke robe ili doznake novčanih sredstava bez obaveze davanja bilo čega zauzvrat¹⁵⁵. Najveći deo neto investicija u 2009. godini bio je usmeren u prerađivačku industriju, naftnu industriju i rudarstvo, poslove sa nekretninama, trgovinu, saobraćaj. Značajan deo osnovnih investicija se odnosio na sredstva po osnovu *Stand by* aranžmana i odobrena sredstva na računu SDR.

¹⁵⁵ CBCG, "Analiza održivosti deficita tekućeg računa Crne Gore"(2008), <http://www.cb-cg.org> (Pritupljeno 13.6.2015)

Grafikon 3-8: Račun dohodka u platnom bilansu Srbije 2000-2010



Autorov prikaz

Osnovne karakteristike ova dva dela tekućeg računa tokom zadnje tri godine, nakon međugodišnjeg rasta do 2007., jesu: rast transfernih plaćanja, rast rashoda po osnovu otplate kamata na uzete kredite, odliv sredstava po osnovu dohotka od direktnih investicija. U tranzicionom periodu dolazi do značaja odliv sredstava po osnovu otplate kredita. Sve veće uzimanje kredita iz inostranstva podrazumeva i veći odliv sredstava u obliku otplate kamata..¹⁵⁶

Tabela 3-6: Servisiranje spoljnog duga (mlrd evra)

	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	I 2011.
Servisiranje spoljnog duga	218	348	736	945	1,635	2,885	3,453	3,314	3,403	1,026

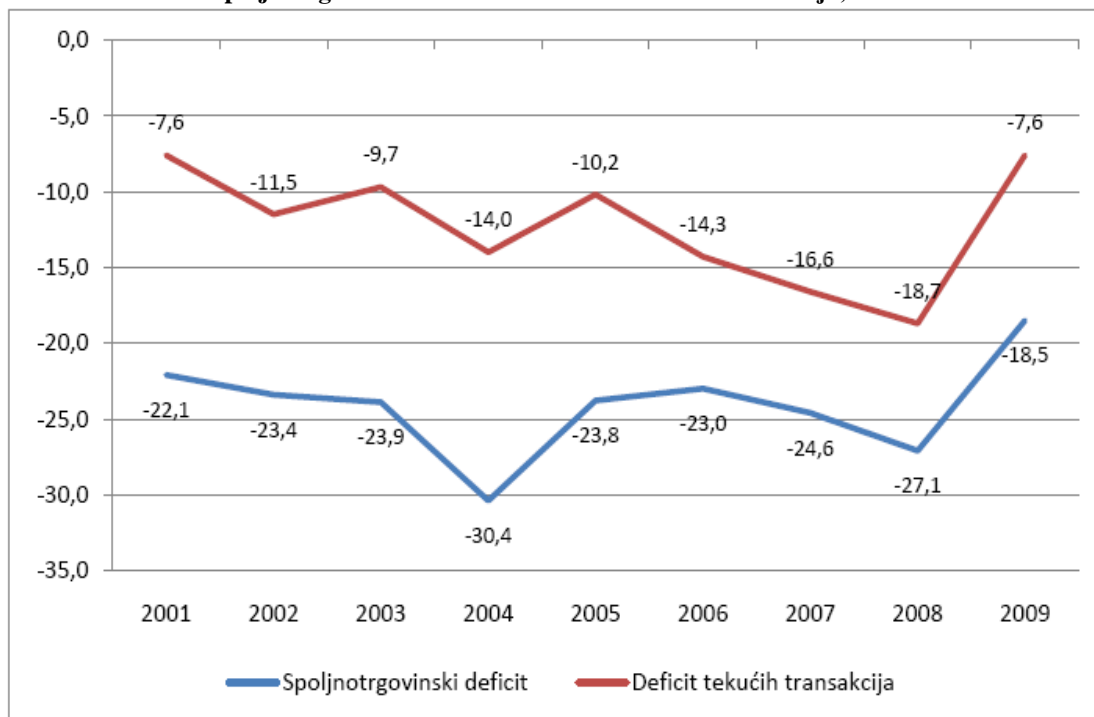
Izvor: NBS

“Deficit bilansa robe i usluga u periodu posle 2000. godine značajno je ublažen prilivom po osnovi tekućih transfera, gde ključnu ulogu igraju devizne doznake radnika i iseljenika i otkupljena efektivna od građana. Može se pretpostaviti da jedan deo priliva doznaka nije registrovan u zvaničnim bankarskim kanalima, jer je u zemlju ušao kao keš prilikom dolaska naših građana iz inostranstva u zemlju. Sudeći po registrovanom i neregistrovanom prilivu doznaka radnika i iseljenika, ova kategorija deviznog priliva ima rastuću dinamiku zbog neprekinutih emigracija (ranije radnici, danas diplomirani studenti). Ako se ove doznake većim delom troše da bi se zadovoljile svakodnevne potrebe, onda se one jednokratno slivaju u devizne rezerve. Ako se, međutim, ova sredstva polože na štednju u banke, uvećava se kreditni potencijal banaka koji može biti plasiran u proizvodnju. Na sledećoj slici snažan rast trgovinskog deficita, koji je

¹⁵⁶ Ibid

osnovni generator rasta deficita tekućeg računa, nije pokriven suficitima ostvarenim na ostalim podračunima tekućeg računa”.¹⁵⁷

Grafikon 3-9: Deficit spoljnotrgovinske razmene i deficit tekućih transakcija, % BDP



Izvor: Autorov prikaz

Grafikon jasno prikazuje, usled jednoznačnog kretanja krive spoljnotrgovinskih i tekućih transakcija, da je glavna komponenta deficita tekućih transakcija upravo deficit na trgovinskom računu. U narednom periodu ne očekuju se bitne promene na tekućem računu o na tekućem računu po osnovu tekućih transfera, kao i po osnovu faktorskih plaćanja. Najvažnija komponenta u tekućim transferima će biti prihodi od doznaka i štednja stanovništva, dok će po osnovu faktorskih plaćanja figurirati odlivi po osnovu plaćanja kamata na inostrane kredite. Očekuje se negativan saldo po osnovu neto kamatnih plaćanja. Suficit salda tekućih transfera i neto faktorskih plaćanja pokrivaće veći deo deficita spoljnotrgovinskog bilansa Srbije.

¹⁵⁷ Kovačević, R. (2006), “Mogućnosti i ograničenja porasta izvoza kao faktora platnog bilansa Srbije”.., Bibliid 0025-8555,58, Vol. LVIII, br. 4

3.2.3 ANALIZA PLATNOG BILANSA U SREDNJEM ROKU

Tabela 3-7: Srbija-platni bilans, 2009-2010(u mln SAD dolara)

STAVKE	I-XII 2009. XII 2010.	I- XII 2010.	Indeks
I. TEKUĆI RAČUN	-2.858,9	-2.794,9	97,8
I. a) TEKUĆI RAČUN BEZ ZVANIČNE POMOĆI	-3.134,1	-3.050,9	97,3
1. Roba (1.1-1.2.)²	-7.120,4	-6.334,7	89,0
1.1. Izvoz robe f.o.b.	8.365,1	9.808,0	117,2
1.2. Uvoz robe, f.o.b	-15.485,5	-16.142,7	104,2
2. Usluge (2.1.-2.2.)	30,2	9,1	
2.1. Prihodi	3.489,5	3.531,1	101,2
2.1.1. Saobraćaj	729,4	781,0	
2.1.2. Turizam	865,4	798,4	
2.1.3. Komunikacije	138,9	156,7	
2.1.4. Investicioni radovi	225,2	230,3	
2.1.5. Ostalo	1.530,6	1.564,7	
2.2. Rashodi	-3.459,3	-3.522,0	101,8
2.2.1. Saobraćaj	-930,0	-992,3	
2.2.2. Turizam	-958,7	-952,6	
2.2.3. Komunikacije	-113,1	-112,1	
2.2.4. Ostalo	-1.457,4	-1.465,1	
3. Bilans roba i usluga (3.1.-3.2.)	-7.090,2	-6.325,5	89,2
3.1. Izvoz roba i usluga	11.854,5	13.339,1	112,5
3.2. Uvoz roba i usluga	18.944,8	19.664,7	103,8
4. Dohodak	-710,0	-890,6	125,4
4.1. Prihodi	692,0	583,4	84,3
4.1.1. Plate za zaposlene	184,4	163,7	
4.1.2. Dohodak od investicija	507,5	419,7	
4.1.2.1. Direktnih	163,9	134,0	
4.1.2.2. Portfolio	304,4	245,2	
4.1.2.3. Ostalih investicija (kamate)	39,3	40,6	
4.2. Rashodi	-1.401,9	-1.474,0	105,1
4.2.1. Plate za zaposlene	-19,6	-18,1	
4.2.2. Dohodak od investicija	-1.382,3	-1.455,9	
4.2.2.1. Direktnih	-451,5	-549,0	
4.2.2.2. Portfolio	-0,1	-0,8	
4.2.2.3. Ostalih investicija (kamate)	-930,6	-906,1	
5. Tekući transferi	4.941,3	4.421,2	89,5

5.1. Prihodi	5.285,7	4.775,3	90,3
5.1.1. Vlada	339,3	310,7	
5.1.1.1. Porezi	0,0	0,0	
5.1.1.2. Zvanična pomoć	310,1	293,4	
5.1.1.3. Ostali tekući transferi vlade	29,2	17,4	
5.1.2. Ostali sektori	4.946,4	4.464,6	
5.1.2.1. Poslata sredstva (doznake)	3.754,5	3.190,9	
5.1.2.2. Ostali transferi	1.191,9	1.273,7	
5.1.2.2.1. Devizni priliv po osnovu Zakona o pl. prometu na ter. Srbije	287,6	349,3	
5.1.2.2.2. Ostali porezi na proizvodnju	95,4	84,6	
5.1.2.2.3. Pomoć i pokloni	208,1	219,4	
5.1.2.2.4. Ostali tekući transferi	600,9	620,4	
5.2. Rashodi	-344,4	-354,1	102,8
5.2.1. Vlada	-150,0	-149,9	
5.2.1.1. Zvanična pomoć	-34,9	-37,4	
5.2.1.2. Ostali tekući transferi vlade	-115,1	-112,5	
5.2.2. Ostali sektori	-194,4	-204,2	
5.2.2.1. Poslata sredstva (doznake)	-70,1	-51,7	
5.2.2.2. Ostali transferi	-124,3	-152,5	
5.2.2.2.1. Devizni priliv po osnovu Zakona o pl. prometu na ter. Srbije	-15,4	-24,8	
5.2.2.2.2. Porezi	0,0	0,0	
5.2.2.2.3. Ostali porezi na proizvodnju	-17,3	-18,5	
5.2.2.2.4. Pomoć i pokloni	-63,3	-84,6	
5.2.2.2.5. Ostali tekući transferi	-28,3	-24,6	
II. KAPITALNI RAČUN	2,6	1,2	
1. Prihodi	7,7	4,0	
1.1. Kapitalni transferi	3,1	1,9	
1.2. Pribavljanje neproizvedene i nefinansijske aktive	4,6	2,1	
2. Rashodi	-5,2	-2,8	
2.1. Kapitalni transferi	-1,1	-0,2	
2.2. Pribavljanje neproizvedene i nefinansijske aktive	-4,1	-2,6	
III. FINANSIJSKI RAČUN	2.937,6	2.710,7	
1. Direktne investicije - neto	1.864,8	1.156,8	
1.1. U inostranstvo (potraživanja)	-55,3	-182,5	
1.1.1. Akcijski kapital	-73,0	-203,4	
1.1.2. Reinvestirana dobit	0,0	0,0	
1.1.3. Ostali kapital	17,7	20,9	
1.2. U Srbiju (obaveze)	1.920,1	1.339,3	
1.2.1. Akcijski kapital	1.383,3	817,2	
1.2.2. Reinvestirana dobit	0,0	0,0	
1.2.3. Ostali kapital	536,7	522,1	
2. Portfolio investicije - neto	-70,6	62,5	

2.1. Aktiva (potraživanja)	-7,1	-32,9	
2.1.1. Vlasničke hartije od vrednosti	-10,2	18,2	
2.1.2. Dužničke hartije od vrednosti	0,4	-58,3	
2.1.3. Finansijski derivati	2,8	7,2	
2.2. Pasiva (obaveze)	-63,6	95,4	
2.2.1. Vlasničke hartije od vrednosti	22,7	85,9	
2.2.2. Dužničke hartije od vrednosti	-81,3	46,8	
2.2.3. Finansijski derivati	-4,9	-37,4	
3. Ostale investicije	4.480,5	302,4	
3.1. Aktiva (potrživavanja)	98,2	-1.023,8	
3.1.1. Trgovinski krediti	-557,0	-468,4	
3.1.2. Finansijski krediti	36,5	-41,9	
3.1.2.1. NBS	0,0	0,0	
3.1.2.1.1. Dugoročni	0,0	0,0	
-korišćenje	0,0	0,0	
-otplata	0,0	0,0	
3.1.2.1.2. Kratkoročni	0,0	0,0	
3.1.2.2. Vlada	0,0	0,0	
3.1.2.2.1. Dugoročni	0,0	0,0	
-korišćenje	0,0	0,0	
-otplata	0,0	0,0	
3.1.2.2.2. Kratkoročni	0,0	0,0	
3.1.2.3. Banke	36,5	-41,9	
3.1.2.3.1. Dugoročni	27,4	-39,9	
-korišćenje	-46,9	-81,1	
-otplata	74,2	41,3	
3.1.2.3.2. Kratkoročni	9,1	-2,0	
3.1.2.4. Ostali sektori	0,0	0,0	
3.1.2.4.1. Dugoročni	0,0	0,0	
-korišćenje	0,0	0,0	
-otplata	0,0	0,0	
3.1.2.4.2. Kratkoročni	0,0	0,0	
3.1.3. Gotov novac i depoziti ⁴	618,8	-513,5	
3.1.4. Ostala aktiva	0,0	0,0	
3.2. Pasiva (obaveze)	4.382,3	1.326,2	
3.2.1. Trgovinski krediti	1.466,5	703,8	
3.2.2. Finansijski krediti ³	1.881,0	1.134,7	
3.2.2.1. NBS	1.538,2	449,8	
3.2.2.1.1. Dugoročni	1.563,2	449,8	
-korišćenje	1.563,2	454,5	
-otplata	0,0	-4,7	
3.2.2.1.2. Kratkoročni	-25,0	0,0	
3.2.2.2. Vlada	357,8	954,3	

3.2.2.2.1. Dugoročni	355,7	956,4	
-korišćenje	542,6	1.292,7	
-otplata	-186,9	-336,4	
3.2.2.2.2. Kratkoročni	2,1	-2,0	
3.2.2.3. Banke	1.235,4	861,1	
3.2.2.3.1. Dugoročni	642,0	861,8	
-korišćenje	810,1	1.487,9	
-otplata	-168,2	-626,1	
3.2.2.3.2. Kratkoročni	593,5	-0,7	
3.2.2.4. Ostali sektori	-1.250,4	-1.130,6	
3.2.2.4.1. Dugoročni	-950,6	-1.027,5	
-korišćenje	2.488,8	1.626,1	
-otplata	-3.439,4	-2.653,6	
3.2.2.4.2. Kratkoročni	-299,9	-103,1	
3.2.3. Gotov novac i depoziti	427,0	-512,2	
3.2.4. Ostala pasiva	0,0	0,0	
3.2.5. Alokacija SPV	607,8	0,0	
4. Sredstva rezervi	-3.337,0	1.189,0	
IV GREŠKE I PROPUSTI-neto	-81,3	83,0	
UKUPNI BILANS	3.337,0	-1.189,0	

Izvor: NBS, (ITRS), RZS

"Iako se očekivalo da će tokom 2010. godine doći do porasta tekućeg deficita usled oporavka domaće privrede, to se nije dogodilo. Izostanak rasta tekućeg deficita u 2010. godini može se prvenstveno objasniti padom spoljnotrgovinskog bilansa, odnosno tempom oporavka uvoza i izvoza koji je do toga doveo".¹⁵⁸ Tokom 2009. i 2010. u računu platnog bilansa Srbije zabeleženi su rekordno niski deficiti tekućeg računa, bilansa robne razmene, oštar međugodišnji pad uvoza i međugodišnje smanjenje izvoza. Finansijski račun je pozitivan usled priliva SDI, gotovog novca i depozita i usled smanjenja deviznih rezervi. Izrazit pad uvoza i izvoza je pokazatelj da je kriza pogodila Srbiju.

Na kraju 2010. godine saldo tekućeg računa platnog bilansa iznosi -2.749.9 miliona USD ili -2.081,9 miliona evra. U poređenju sa 2009.godinom to je 99,9% vrednosti iz te godine (vrednost deficita u 2009. je -2.858,9 USD). Manja vrednost deficita u odnosu na 2008. godinu je isključivo posledica smanjenja spoljnotrgovinskog deficita usled globalnog pada tražnje i smanjenja proizvodnje.

Ostvaren je deficit robne razmene u iznosu od -6.325,5 USD, što je 89,2% vrednosti prošlogodišnjeg deficita. Ovakva vrednost je rezultanta većeg rasta izvoza od uvoza u 2010. Uvoz je zabeležio vrednost od -19.664,7 USD, veću za 4,2% nego prošle godine. U isto vreme izvoz je porastao za 17,2 % u odnosu na 2009. uz vrednost 13.339,1 USD.

¹⁵⁸ Kvartalni monitor ekonomskih trendova u Srbiji, (2011), br 23, oktobar-decembar 2010, http://fren.org.rs/sites/default/files/qm/093_QM23ceosr.pdf (pristupljeno 2.10.2014)

Izraženije usporavanje uvoza od izvoza je dovelo do međugodišnjeg smanjenja deficita za 10,8%. "Ovako brz oporavak izvoza se u najvećoj meri duguje izvozu metala i poljoprivrednih proizvoda. Treba imati u vidu činjenicu da je međugodišnji rast uvoza posledica eksternih faktora (visokog uvoza energije). Tako, uvoz bez energije sugerše o postepenom ubrzavanju uvoza. Kretanje uvoza i izvoza tokom 2010. godine dovelo je do veće pokrivenosti uvoza izvozom, rebalansiranja privrede u korist izvoza i do toga da je neto izvoz pozitivno doprineo privrednom oporavku. Valja ipak imati u vidu da je velikim delom ubrzanje izvoza posledica eksternih činilaca – porasta cena proizvoda na svetskom tržištu (hrana, metali) i da je, stoga, neizvesno njegovo kretanje u 2011. godini. Dodatno, neizvestan je i dalji tempo oporavka uvoza, mada se očekuje njegovo ubrzanje sa oporavkom privrede, naročito imajući u vidu da je uvoz još uvek ispod svog pretkriznog nivoa".¹⁵⁹

Doznake, u vrednosti 3.190,9 USD, čine najveći deo priliva na računu Transferi, koji beleže suficit. Račun dohotka beleži minus veći od prošlogodišnjeg za 25,3% (-890,6 USD). Promena salda bila je posledica pada prihoda od direktnih i portfolio investicija, sa jedne strane, i rasta odliva po osnovu dohotka od direktnih investicija. Deficit tekućeg računa je pokriven iz dva izvora: smanjenjem deviznih rezervi NBS, (1.189,0\$USD) i iz ostatka finansijskog računa (SDI od 1.156,8 miliona USD uvećanim za iznos portfolio investicija 62,5 miliona USD) i neto priliva ostalih investicija (302,4 milion USD). U 2009. portfolio investicije su bile 70,6 miliona USD u minusu. Ovakav rezultat posledica je kupovine državnih hartija od vrednosti.

Na finansijskom računu međugodišnje posmatrano smanjuje se deficit na stavci trgovinski krediti koji iznose -468,4 miliona USD. Za 2010. godine karakteristično je značajno razduživanje po osnovu finansijskih kredita od -41,9 miliona USD. Banke su se razdužile uglavnom po osnovu dugoročnih kredita (39,9 miliona USD). U 2010. odliv gotovog novca i depozita veoma značajan i iznosi -513,5 miliona USD.

Devizne rezerve su zabeležile pad od 1.189,0 miliona USD u pomenutoj godini prvenstveno zbog smanjenog priliva kapitala na finansijskom računu. Deficit na tekućem računu je znatno niži nego prethodnog godina, ali skroman priliv kapitala je zahtevao finansiranje iz deviznih rezervi. Uprkos činjenici da je srpski deficit tekućeg računa bio značajno niži nego prethodnih godina, Srbija i dalje beleži najniži saldo tekućeg računa u poređenju sa zemljama u okruženju (tabela).

Tabela 3-8: Saldo tekućeg računa u % BDP-a za Srbiju i zemlje regiona, 2010. godina

	Albanija	Mađarska	Rumunija	Bugarska	Hrvatska	BIH	Makedonija	Srbija
Saldo tekućeg računa/ BDP	-9.2	1.0	-5.1	-3.0	-3.8	-5.5	-3.9	-6.9

Izvor: EBRD, za Srbiju QM br. 23

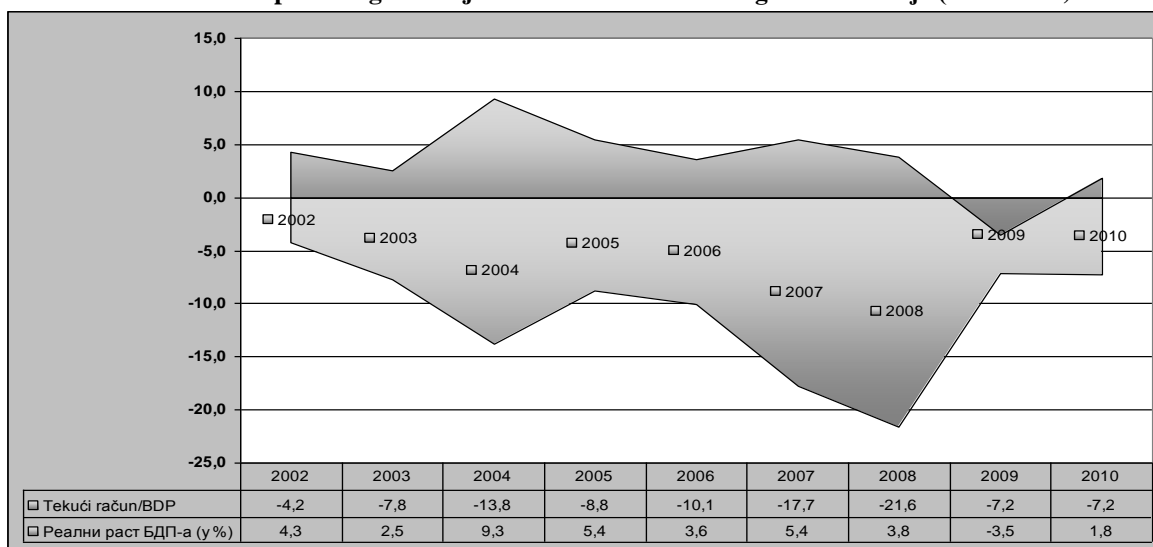
¹⁵⁹FREN, Kvartalni monitor br. 23 • oktobar–decembar 2010, www.fren.org.rs

Jedino Albanija ima veći deficit tekućeg računa jer nije osetila tako značajan pad BDP u naletu svetske ekonomske krize. Mađarska beleži suficit, dok su sve ostale zemlje završile godinu sa negativnim vrednostima tekućeg računa. Rumunija i BIH sa sličnim vrednostima deficita su najbliže Srbiji. Nakon toga slede Makedonija i Hrvatska sa skromnijim vrednostima ovog salda. Prema podacima Evropske banke za obnovu i razvoj, zemlje regiona beleže visok prosek deficite na tekućem računu od 2000-2008.: Srbija 18%, Albanija 15,4%, Rumunija 11,9%, Makedonija 12,8%, Hrvatska 9,2%). Bugarska je u 2008. godini bila rekorder sa 23,9% BDP-a, dok je u prethodnoj godini dostigla 28,4% BDP-a. U periodu krize sve zemlje, osim Rumunije, smanjuju deficite na tekućem računu.

3.3 ODRŽIVOST DEFICITA TEKUĆEG RAČUNA SRJ, SCG, RS

Već je pomenuto u prethodnim poglavljima da je eksterna neravnoteža cilj ekonomske politike, kao uostalom i stopa inflacije ili rast domaćeg proizvoda i ne možemo ga posmatrati samo kao prmenljivu varijablu. Prema klasičnoj teoriji platni bilans bi trebalo da bude uravnotežen na srednji rok. Srednjoročna neravnoteža se može tolerisati samo ukoliko je ona privremenog, sezonskog karaktera. Na dugi rok platni bilans mora biti uravnotežen. Da bi došli do odgovora da li je deficit na tekućem računu održiv analizira se kretanje kapitalno finansijski račun i u okviru njega kvalitet, struktura i ročnost SDI i portfolio investicija, ali se uzimaju u obzir i makroekonomske varijabe. Takođe se prati trgovinski bilans u smislu strukture uvezene robe. Preferira se uvoz kapitalnih dobara pre nego uvoz robe široke potrošnje. Jedan od kriterijuma održivosti može biti porast deficita veći od porasta BDP-a u dugom roku. Ukoliko je prirast deficita tekućeg računa veći od prirasta realnog BDP, u pitanju je neodrživ deficit tekućeg računa. Na sledećem grafikonu je na jednostavan način prikazano uporedno kretanje BDP-a i deficita tekućeg računa kao procenta bruto društvenog proizvoda.

Grafikon 3-10: Prikaz uporednog kretanja BDP-a i deficita tekućeg računa Srbije (2002-2010)



Izvor: Autorov prikaz

Deficit na tekućem računu Srbije prati rast BDP-a (iako je prirast deficita tekućeg računa veći od prirast BDP-a) sve do perioda 2006-2008. godine kada dolazi do alarmantnog prirasta deficita na tekućem računu za razliku od rasta BDP-a. Bitno je da se kretanje prirasta deficita u odnosu na domaći proizvod posmatra u dugom roku, zbog očekivanja realizacije investicije koja je u nekom trenutku mogla izazvati povećanje deficita na tekućem računu. U kratkom roku bi došlo do izostanka očekivanog povraćaja investicija i samim tim do neobjektivnog rezultata. Azijska kriza je pokazala koliko je bitno praćenje kretanja ova dva indikatora. Zemlje azijskih tigrova su pokazivale znatno veći deficit na tekućem računu od prirasta BDP-a. U tom trenutku se takav sled okolnosti smatrao nebitnim jer je preovladala Losonova doktrina po kojoj deficit tekućeg računa nije bitan ako je rezultat deficita privatnog sektora. Nakon sloma azijskih ekonomija pokazalo se da ipak treba biti obzriv i kod povećanih investicija u privatni sektor ukoliko BDP ne prati rast deficita na tekućem računu.

U savremenim uslovima visoke mobilnosti kapitala tekući bilans se posmatra samo kao deo neuravnoteženosti kapitalnog bilansa, kao deskrapenca kapitalnog bilansa. Pitanje koje se postavlja je kako upravljati prilivima kapitala. Obzirom da se deficit finansira iz spoljnih izvora zaduživanja održivost deficita podrazumeva i održiv dug. Koji je optimalan dug za jednu privredu zavisi od izvoznog kapaciteta privrede, elastičnosti izvoza i uvoza, stope privrednog rasta, uslova duga, perioda zaduživanja, faze konjunktornog ciklusa itd.

Održivost deficita tekućeg računa zavisi od solventnosti i likvidnosti zemlje, odnosno od odnosa duga prema GDP, tj. udela duga u izvozu zemlje; zavisi od strukture budžetskog deficita i od odnosa štednje i investicija. Svi navedeni indikatori se razmatraju posebno u okviru odgovarajućih poglavlja. Na ovom mestu obraćamo pažnju na odnos deficita tekućeg računa i investicija. Investicije se smatraju stabilnim prilivom finansijskih sredstava koje podstiču rast, restrukturiranje, povećanje proizvodnje i prinosa. Konstantan priliv investicija utiču na percepciju investitora o povoljnom razvoju događaja za eventualni povraćaj uloženi sredstava¹⁶⁰. SDI pomažu rastu izvoza i utiču na smanjenje deficita tekućeg računa na duži rok. Zbog toga izračunavamo razliku deficita tekućeg računa i stranih direktnih investicija ili do koje mere se deficit tekućeg računa Srbije finansira investicijama - kao najlakši način za ocenu održivosti tekućeg računa.

Tabela 3-9: SDI kao kontrapart deficitu tekućeg računa Srbije (2002 – 2010)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Tekući račun/BDP	-4.2	-7.8	-13.8	-8.8	-10.1	-17.7	-21.6	-7.2	-7.2
SDI%BDP	3.1	6.9	4.1	6.1	14.1	6.2	5.3	4.4	5.6
Nedostajuća vrednost	-1.1	-0.9	-9.7	-2.7	4.0	-11.5	-16.3	-2.8	-1.6

Izvor: Kalkulacije autora

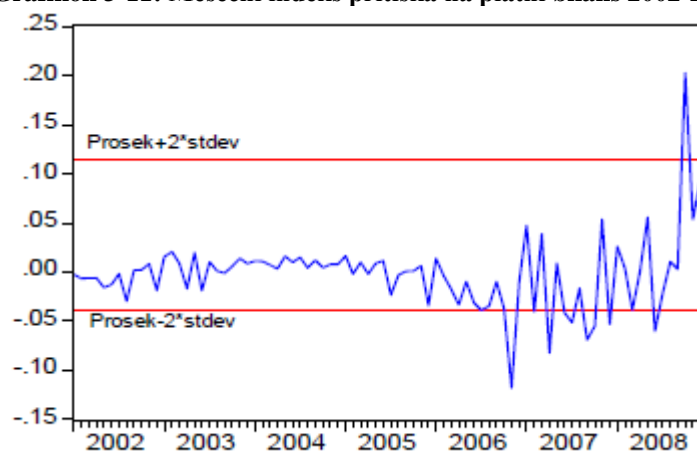
¹⁶⁰Treba imati u vidu da SDI nisu apsolutno nerizična forma ulaganja na primeru Rusije 1998.

Uslov srednjoročne dinamičke ravnoteže je da saldo tekućeg bilansa bude jednak iznosu autonomnih dugoročnih kapitalnih transakcija. Iz tabele vidimo da se priliv stranih investicija tokom svih posmatranih godina kretao u opsegu 4 - 6% BDP, osim 2006. godine kada SDI dostižu rekordnu vrednost od 14,1%BDP. Deficit tekućeg računa je rastao do tačke 21,6% BDP u 2008. Najveći gep u finansiranju u pokrivanju deficita tekućeg računa stranim direktnim investicijama zabeležen je 2007. i 2008. i iznosi -11.5 i -16.3% respektivno. Ove godine su kritične i u okviru prethodne analize održivosti.

Deficit tekućeg računa koji je finansiran velikim stranim direktnim investicijama znatno je održiviji za razliku od kratkoročnog kapitala „hot money“ koji će promenom tržišnih uslova „pobeći“. Strane direktne investicije ostaju najbolja opcija za prestrukturiranje privrede ka izvozno orijentisanjoj ekonomiji. Njihov priliv u budućem periodu zbog niske domaće štednje je glavni faktor stabilnosti platnog bilansa. Lagani oporavak izvoza uz stabilnost deviznih rezervi daje nadu za postepeni oporavak privrede.

Opravdano možemo tvrditi da je u 2008. godini bio neophodan zaokret u vođenju ekonomske politike. Istraživanja iz tog perioda pokazuju da je "srpska ekonomija ušla u krizu platnog bilansa krajem 2006.godine (što se opet poklapa sa nalazima sa prethodnih grafikona), a u njoj se sa manjim ili većim intenzitetom nalazi do danas. Tehnički rečeno, mesečni indeks pritiska na platni bilans je prvi put probio kritičnu vrednost u novembru 2006.godine i od tada do decembra 2008.godine je to ponovio devet puta".¹⁶¹

Grafikon 3-11: Mesečni indeks pritiska na platni bilans 2002-2008



Izvor: Labus, M. (2009)

¹⁶¹Labus, M. Milošević, S.(2009), "Ekonomska kriza u Srbiji: Između rasta i strukturnih promena", Pravni fakultet u Beogradu, Savez ekonomista Srbije, Udruženje korporativnih direktora Srbije, Kopaonik biznis forum 2009, *Rast u uslovima globalne recesije i finansijske krize: (ne) konvencionalne inicijative*. <http://www.belox.rs>

Vlast u tom trenutku za rešavanje krize platnog bilansa primenjuje srednje rešenje-kombinaciju promene deviznog kursa i smanjenjem deviznih rezervi. Srbija je ušla u zonu najvećeg deficita u okruženju uz nizak nivo investicija. Još jedno istraživanje o održivosti deficita u periodu 2004.-2008. dolazi do sličnog rezultata - aktuelni prosečni deficit nekamatonosnog dela tekućeg bilansa Srbije je znatno iznad procenjenog održivog nivoa¹⁶².

Ukoliko se pritom osvrnemo na činjenicu o niskoj domaćoj štednji, rastućem budžetskom deficitu, niskoj likvidnosti, rastućim kamatama na dug dolazimo do alarmantne situacije. "Visok platni deficit je jedan od sistemskih uzroka koji mogu da dovedu do oštre ekonomske krize u kojoj će morati da se izvrši drastičan zaokret u smanjivanju deficita platnog bilansa sa očiglednim negativnim posledica na privredni rast i zaposlenost".¹⁶³ To se i desilo. Rastući deficit tekućeg računa je sasečen naletom svetske ekonomske krize i padom agregatne tražnje. Novo uslovljavanje MMF-a je zahtevalo da se ekonomske vlasti uhvate ukoštac sa navedenim problemima (videti više u odgovarajućem poglavlju).

U 2010. godini raste priliv SDI za 1,2% BDP dok deficit tekućeg računa ostaje na 7,2% BDP. U 2010. godini problem ostaju rastuće kamate po otplati spoljnog duga i niska domaća štednja.

Tabela 3-10: Otplata duga kao faktor destabilizacije platnog bilansa

	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	I 2011.
Otplata duga/BDP	1.4	2.0	3.9	4.7	7.0	10.1	10.6	11.5	11.8	14.5
Otplata duga/izvoz robe i usluga	7.0	9.0	16.4	17.7	23.5	33.2	34.0	39.1	33.8	39.7

Izvor: NBS

Otplata duga prema BDP se povećava u 2010. sa 11,5% na 11,8% BDP uprkos realnom rastu BDP-u 2010. godini na 1,8 %. Otplata duga prema izvozu se smanjuje sa 39,1% na 33,8% u 2010. godini zbog blagog porasta izvoza. Povoljne okolnosti po platni bilans nastaju usled povećanja domaće štednje u 2010. po projektovanim vrednostima.

¹⁶² Golubović, N. (2009), "O Održivosti tekućeg bilansa Srbije", Zbornik radova, *Tranzicija u Srbiji i globalna ekonomska kriza*.

¹⁶³ Labus, M. Milošević, S.(2009), "Ekonomska kriza u Srbiji: Između rasta i strukturnih promena", Pravni fakultet u Beogradu, Savez ekonomista Srbije, Udruženje korporativnih direktora Srbije, Kopaonik biznis forum 2009, *Rast u uslovima globalne recesije i finansijske krize: (ne) konvencionalne inicijative*. <http://www.belox.rs>

Tabela 3-11: Nedostajuća domaća štednja za uravnoteženje platnog bilansa

	2007	2008	2009*	2010*
Domaća štednja (% BDP)	-1,1	-2,6	-2,0	-0,7

*projektovane vrednosti

Izvor: Vlada Srbije, (2010) "Memorandum o budžetu i ekonomskoj i fiskalnoj politici za 2011. sa projekcijama za 2012. i 2013. godinu", www.mfin.org.rs

Faktor stabilnosti tokom čitavog razmatranog perioda ostaju devizne rezerve čija vrednost dostiže rekordnih 34,7% BDP u 2010. Devizne rezerve treba da čine prvu odbrambenu liniju protiv deficita, dok ne nastupe efekti drugih mera usmerenih uglavnom na područje regulisanja potrošnje i tražnje. Što su devizne rezerve jače to su ekonomski subjekti manje skloni da beže od domaćeg novca u drugu valutu. Rezerve dakle imaju uogu amortizera, koji priskače u pomoć kada je kriza platnog bilana monetarnog karaktera, tj. posmatramo je kao odliv novca. Ovakav deficit zahteva prilagođavanje kroz restriktivnu monetarnu politiku. Kratkoročni kapital nije poželjan kao izvor finansiranja malih otvorenih privreda jer su volatilni, tj. preokret u njihovom kretanju može da dovede do valutnih kriza i do nestabilnosti na finansijskom tržištu. Zato je dobro raspolagati sa većim deviznim rezervama kojim će se intervenisati.

Tabela 3-12: Devizne rezerve kao faktor stabilnosti

	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	I 2011.
Devizne rezerve /uvoz roba i usluga(u mesecima)	4.1	4.8	3.9	6.2	9.1	7.2	5.2	9.4	8.1	7.7
Devizne rezerve-kratkoročni dug	364.3	539.0	708.3	522.5	943.9	920.0	382.1	528.8	546.4	888.8
Devizne rezerve/BDP	13.8	16.5	16.5	24.4	38.8	33.9	25.1	36.7	34.7	34.0

Izvor: NBS

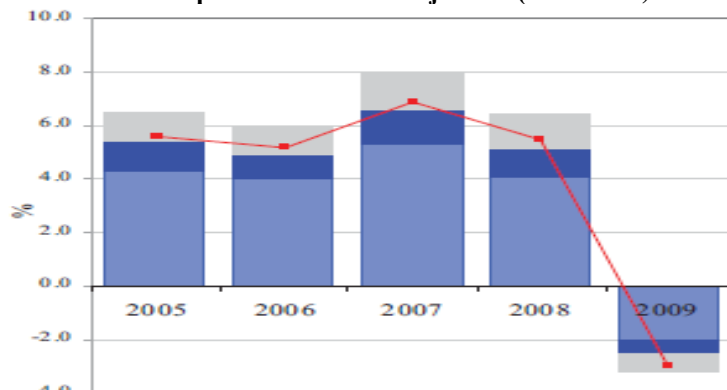
3.3.1 DEFICIT TEKUĆEG RAČUNA I BRUTO DOMAĆI PROIZVOD

Objašnjenje realnih uzroka neravnoteže platnog bilansa nalazimo u zahtevu za privrednim rastom. Uslov opšte privredne ravnoteže jeste da na dugi rok stope rasta proizvodnog potencijala i efektivne tražnje budu jednake. Samo u tim uslovima bi se realni društveni proizvod povećao bez inflacije i hronične spoljne neravnoteže. Ukoliko bi tražnja rasla brže od ponude, nominalni društveni proizvod rastao bi brže od realnog, što postaje uzrok inflacije ali i deficita platnog bilansa, jer visoka nominalna tražnja povećava uvoz. Ne postoji stroga klasifikacija stanja platnog bilansa u pojedinim

fazama privrednog razvoja, ali postoji statistički signifikantna korelacija između platnobilansnih deficita i nivoa *per capita* društvenog dohotka. Restriktivnu monetarnu politiku ne treba primenjivati u uslovima niske proizvodne baze jer će troškovi smanjenja tražnje biti veći od koristi od podsticanja uvoza. Restrikcija tražnje u korist domaćih dobara izaziva povećanje domaće proizvodnje sve dok je marginalna sklonost potrošnji manja od jedinice (tako se potrošnja povećava sporije od dohotka). Paralelna politika redistribucije u slučaju restriktivne politike pomaže da ne dođe do nezaposlenosti.

Iskustvo mnogih rastućih tržišta (Meksiko 1994., Azijske zemlje 1997., Argentina 2001.) pomažu da se postavi veza između prilagođavanja tekućeg računa i usporavanja rasta BDP-a. Ovakav ishod je empirijski testiran i potvrđen u nedavnim istraživanjima vezana za prilagođavanje tekućeg računa (Edwards 2004). U nastavku teksta primetićemo istu vezu na primeru Srbije. Prilagođavanje tekućeg računa se desilo prisilno (smanjenje agregatne tražnje usled svetske ekonomske krize) sa posledicama na pad BDP-a. Prizemljenje tekućeg računa bi sigurno bilo blaže da se dotadašnji deficit tekućeg računa nije prelio na ličnu potrošnju i neproizvodne svrhe. Kao dominantna komponentne deficita na tekućem računu se javlja finalna potrošnja, investicije u osnovna sredstva nisu dovoljne za povećanje privrednog rasta. Visok međugodišnji rast BDP-a (oko 5,4%) je posledica rasta domaće tražnje.

Grafikon 3-12: Doprinosa domaće tražnje BDP (2005-2009)



- lična potrošnja — javna potrošnja — investicije u osnovna sredstva — stopa rasta BDP

Izvor: RZR, 2010

Udeo lične potrošnje u BDP je 78%, izazvan rastom zarada iznad stope produktivnosti (13,7% rast zarada, 5,4% rast BDP, 6% rast produktivnosti), rastom penzija, visokom kreditnom aktivnošću stanovništva, doznakama. Rast kreditne aktivnosti direktno je povezan sa uvozom robe široke potrošnje što ćemo dublje razmatrati u jednom od poglavlja. Kao posledica nedovoljne privredne aktivnosti dolazi do jaza između proizvodnje i potrošnje (-20%) sa ponovnim multiplikativnim uticajem na tekući bilans¹⁶⁴.

¹⁶⁴Republički zavod za razvoj. (2010), "Izveštaj o razvoju".

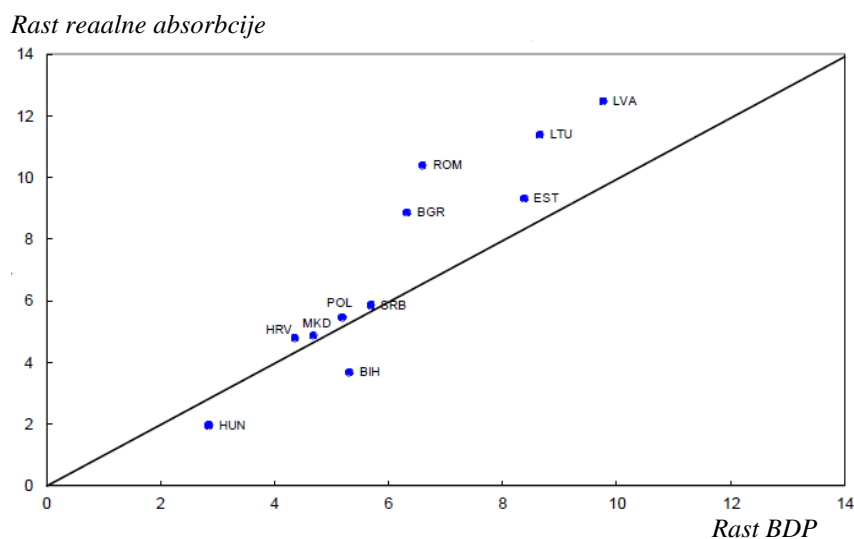
Tabela 3-13: Srbija: interni i eksterni debalans, 2005-2008 (procenat potencijalnog GDP)

	Absorbcioni gep računa (pojačana domaća tražnja)	=	Proizvodni gep (interni debalans)	+	Gep tekućeg (eksterni debalans)
2005	2.7		0.5		2.3
2006	4.1		-0.5		4.6
2007	9.5		0.1		9.4
2008	11.3		0.8		10.5

Izvor: MMF, procene

Do 2008. godine absorbcioni gep se široko otvorio uglavnom se reflektujući kroz naduvani tekući račun. Absorbpcija (domaća tražnja) je pre krize daleko premašila ratio koegzistentan sa internim i eksternim balansom, manifestujući se uglavnom kroz nalet uvoza. Proizvodni gep pokazuje značajne oscilacije tokom godina krećući se od -0.5 do 0.8, dok je domaća tražnja konstantno u usponu skoro potpuno se preslikavajući na tekući račun. Iako podaci iz ove tabele iniciraju akciju ka promeni ekonomske politike umirujući deluje sledeći grafikon na kome upoređujemo podatke o realnoj absorbpciji sa ostalim tranzicionim zemljama.

Grafikon 3-13: Realni rast BDP i absorbpcije, 2003-08 (procentualna godišnja promena)



Izvor: WEO, 2009

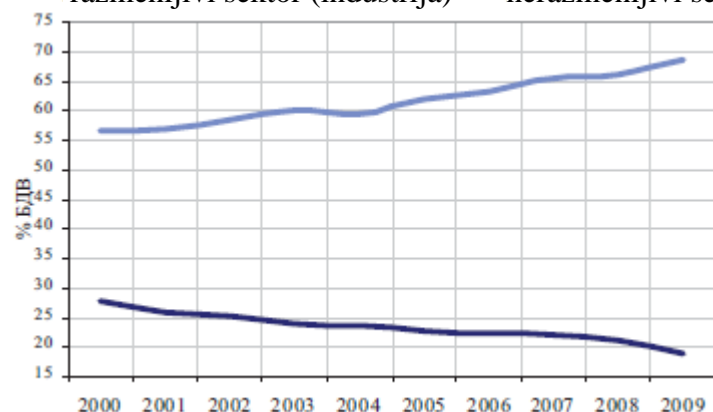
Visoko na liniji realne absorbpcije nalaze se baltičke zemlje, Rumunija i Bugarska kod koje je rast domaće tražnje identifikovan kao glavni razlog preteranog deficita tekućeg računa u radnim papirima MMF-a. U grupi zemalja gde su Makedonija, Poljska, BIH, Mađarska, Hrvatska, Srbija zauzima visoku poziciju. Ipak, realna absorbpcija nije glavni uzrok deficit tekućeg računa Srbije. Ekonomisti MMF-a zaključuju da je ključni generator rasta deficita spoljnotrgovinskog i tekućeg računa platnog bilansa Srbije je neusklađenost domaće potrošnje i domaće ponude.

U neku ruku povoljan uticaj svetske ekonomske krize na zaokret u ekonomskoj politici je uticao na smanjenje domaće tražnje i samim tim do redukcije proizvodnog jaza na -7%. Simultano dolazi do pada uvoza više nego izvoza i smanjenja spoljnotrgovinskog deficita. Veliki obim pristiglih doznaka je uticao na pozitivnu korekciju tekućeg računa. Negativna strana ovakvog sleda okolnosti je što su investicije u osnovna sredstva kao deo domaće tražnje takođe u padu.¹⁶⁵

Gledano sektorski, za visoki rast BDP-a u periodu do sloma tražnje je zaslužan sektor usluga sa prosečnom stopom rasta bruto dodate vrednosti od 6,6%. Sektor usluga je povećao učešće u BDP sa 57% u 2001. na 66,2% u 2008. Jak rast beleže sektor saobraćaja i telekomunikacija, trgovine, finansijskih usluga. Pad ponovo beleži industrija sa 25,8% na 21% učešća u BDP. Početkom 2009. većina sektora beleži pad aktivnosti, da bi se blago oporavila tokom 2010.

Grafikon 3-14: Razmenljivi i nerazmenljivi sektori privrede

— razmenljivi sektor (industrija) — nerazmenljivi sektor (usluge)



Izvor: RZR, 2010

Nepovoljna tehnološka struktura i svakako nisko učešće industrije u BDP postaju najlabija karika srpske ekonomije u poređenju sa okruženjem i prosekom zemalja EU. Iako ima niže učešće sektora usluga u BDP u odnosu na zemlje EU, u odnosu na zemlje u okruženju je više, ali potrebno je imati jaku osnovu u sektoru razmenljivih dobara da bi se omogućila ekspanzija sektora usluga.

Tabela 3-14: Struktura bruto dodate vrednosti

	Prosek 2001-2008			2009		
	Srbija	Okruženje*	Eu-27	Srbija	Okruženje*	Eu-27
Poljoprivreda	14.3	5.8	2.0	12.6	6.7	1.7
Industrija i građevinarstvo	27.0	32.9	26.6	22.1	31.1	24.2
Usluge	61.5	61.3	71.4	68.6	65.2	74.1

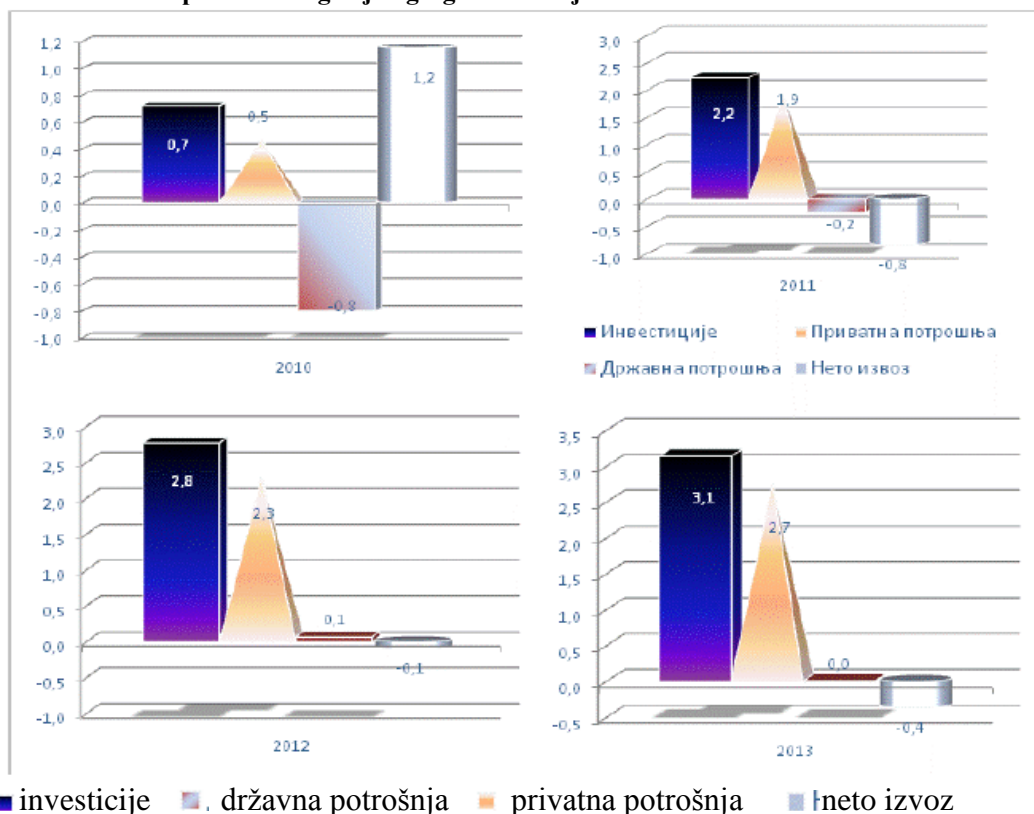
*okruženje-Bugarska, Rumunija, Poljska, Češka, Hrvatska, Slovenija, Mađarska.

Izvor: RZR, Eurostat

¹⁶⁵Ibid str.88

U narednom periodu je potrebno držati čvrst pravac za koji već postoji politički koncenzus baziran na stavovima MMF-a ka ograničavanju domaće tražnje i smanjenju državne potrošnje, povećanju produktivnih investicija

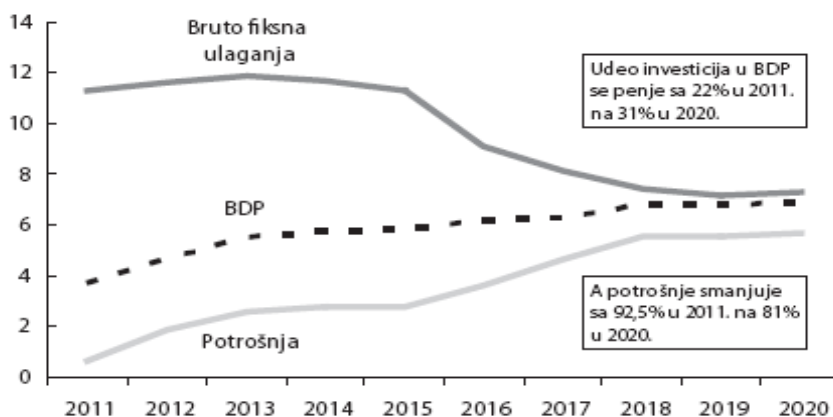
Grafikon 3-15: Doprinosi kategorija agregatne tražnje realnom rastu BDP



Izvor: RZR, Eurostat

Na rashodnoj strani BDP, najveći doprinos rastu agregatne tražnje potiče od investicione i lične potrošnje. Državna potrošnja će dati negativan doprinos rastu BDP u ovom periodu kao i neto izvoz. Na sledećem grafikonu je prikazan proklamovan i neophodan model rasta BDP-a do 2020. godine.

Grafikon 3-16: Model rasta BDP do 2020. godine



Izvor: MAT, 2010

Prema projekcijama MAT-a: ciljani parametri do 2020 u cilju održivog razvoja su sledeći:

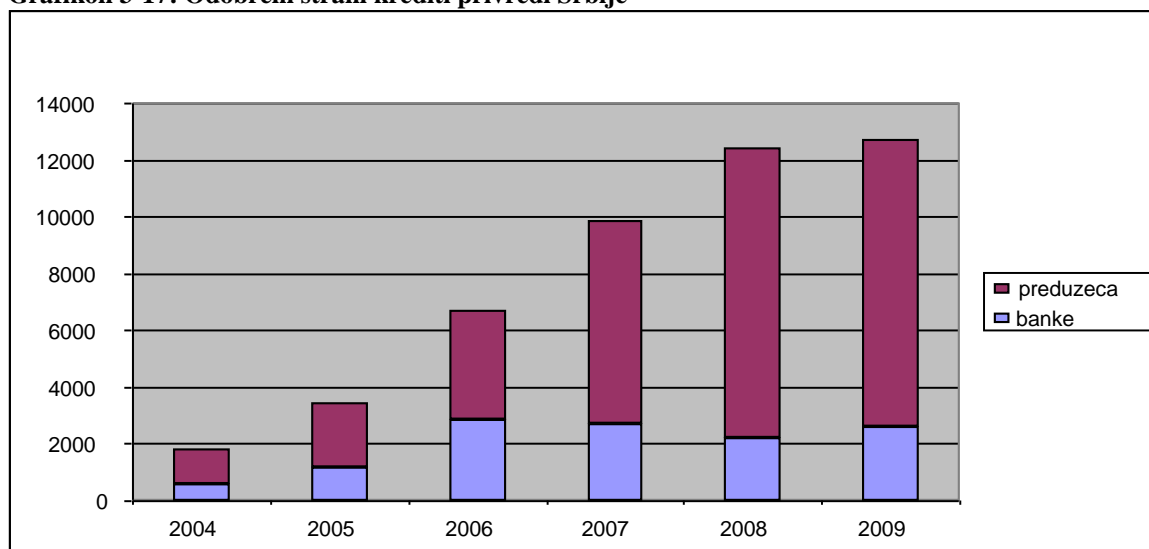
- podizanje udela fiksnih investicija na 25% u 2015. i 28% u 2020. godini (uz prosečni godišnji rast od 9,7%),
- redukcija udela potrošnje države u BDP-u sa 20,5% u 2009. na 12,4% u 2020. godini,
- podizanje udela izvoza robe i usluga u BDP-u, sa 27,6% u 2009. na 65% u 2020. godini,
- bitno sužavanje deficita tekućih transakcija u platnom bilansu sa 7,1% u 2010. na 3,3% BDP-a u 2020".¹⁶⁶

3.3.2 IMPLIKACIJE KREDITNOG BUMA NA RAST DOMAĆE TRAJNJE

Nagli rast kredita privredi i stanovništvu je karakterističan za sve tranzicione privrede iako ne u svim zemljama homogen po prirodi učešća u bruto društvenom proizvodu. Prema neoklasičnim modelima rasta (vidi Barro and Sala-I-Martin (2004)), ekonomije sa relativno malim *per capita* dohotkom konvergiraju prema razvijenijim državama zahvaljujući brzom rastu zasnovanom na korišćenju strane štednje i stranim direktnim investicijama.

Upoređujući odobrene kredite srpskoj privredi sa narednog grafikona zaključujemo da je ekspanzija stranih kredita prevashodno izazvana brzim rastom kredita namenjenim preduzećima. Spoljni dug banaka kontinuirano opada, dok dug preduzeća raste. Priliv kapitala se značajno ostvaruje preko banaka jer se očigledno one zadužuju u dovoljnoj meri u inostranstvu.

Grafikon 3-17: Odobreni strani krediti privredi Srbije



Autorov prikaz, prema podacima NBS

¹⁶⁶Ekonomski institut. (2010), "Makroekonomske analize i trendovi", br. 194, <http://www.ecinst.org.rs>

Tabela 3-15: Kreditni plasmani banaka, izraženi u dinarima i %

	Ukupno			Privredi			Stanovništvu		
	U mil. dinara	Nominalni rast	Realni rast	U mil. dinara	Nominalni rast	Realni rast	U mil. dinara	Nominalni rast	Realni rast
2001	263.640	20.5	-14.3	246.887	18.2	-16.0	5.277	85.2	31.6
2002	171.873	-34.8	-43.2	151.626	-38.6	-46.5	16.139	205.8	166.4
2003	228.429	32.9	23.3	195.442	28.9	19.6	29.333	81.8	68.6
2004	334.850	46.6	28.9	264.177	35.2	18.9	66.356	126.2	99.0
2005	509.379	52.1	29.2	370.391	40.2	19.1	131.860	98.7	68.8
2006	594.336	16.7	9.5	380.395	2.7	-3.7	203.318	54.2	44.6
2007	827.297	39.2	26.4	506.991	33.3	21.1	305.457	50.2	36.5
2008	1.117.196	35.0	24.3	708.882	39.8	28.7	381.919	25.0	15.1
2009	1.298.969	16.3	9.1	849.207	19.8	12.4	418.317	9.5	2.7

Izvor: NBS, www.nbs.org

"Učešće kredita privrede čini oko 25%, a stanovništva 14% BDP-a, što znači ukupno učešće kredita Srbije u BDP-u oko 40%. BDP. Realan rast kredita od 2003. do 2009. u Srbiji je bio oko 33% godišnje, od toga u sektoru privrede oko 17%, a kod stanovništva 49%. U poređenju sa zemljama Evropske Unije i većinom zemalja centralne i istočne Evrope, učešće kredita u bruto domaćem proizvodu Srbije je niže. Ostaje da vidimo koje su makroekonomske implikacije ovakvog trenda.

Ekspanzija kreditne aktivnosti može pospešiti rast i proces konvergencije, ali u isto vreme ima i negativne efekte kroz apresijaciju deviznog kursa, pojačana inflatorna delovanja usled rasta investicione i lične potrošnje. Pojačana emisija kredita može dovesti do bankarske i finansijske krize. Usled kreditnog buma dolazi do pogoršanja portfolija banaka. Prema empirijskoj studiji Demirguc-Kunt i Detragiache (1997)¹⁶⁷, rast inicijalne vrednosti kredita za 10% povećaće verovatnoću pojave finansijske krize za 5,5%. Rezultati istraživanja koja je sproveo MMF (2004) pokazuju da je kod 75-80% ekonomija kreditni rast bio povezan sa pojavom bankarske i valutne krize".¹⁶⁸

Veliki kreditni rast u tranzicionim ekonomijama se često dovodi u vezu sa *catching up* procesom. Ovakav stav je diskutabilan iz više razloga. Mnoge tranzicione zemlje su ušle u fazu većeg ekonomskog rast bez kreditne ekspanzije; kreditna ekspanzija ne podrazumeva korišćenje inostrane akumulacije - devizna aktiva banaka često ostaje netaknuta; dinamičan kreditni rast se osvaruje u dužem vremenskom periodu; privatizacija i istiskivanje države može korelirati sa većim zahtevima za kreditima privatnom sektoru.

¹⁶⁷ IMF. (2004), "Are Credit Booms in Emerging Markets a Concern?", in: IMF World Economic Outlook April 2004

¹⁶⁸ Grubušić, Z., Marčetić, (2013), "Uticaj fiskalne i monetarne politike na eksternu neravnotežu Srbije", Ekonomske Teme, Ekonomski fakultet, Niš, www.eknfak.ni.ac.rs

Nejasna je veza kredita i ekonomske aktivnosti. Rast učešća kredita u BDP-u samo po sebi ne znači da je privreda pregrejana. Rast učešća kredita u BDP-u može predstavljati signal ekonomskog pregrevanja jedino ukoliko je inicijalni nivo kredita dovoljno visok u poređenju sa stopom rasta potencijalnog proizvoda, što u zemljama u tranziciji uglavnom nije slučaj. "Kreditni rast može biti posledica potrebe obezbeđenja sredstava za finansiranje investicija i obrtnog kapitala, odnosno finansijskog produbljivanja. Ovakav kreditni rast nije opasan po makroekonomsku stabilnost već naprotiv pomaže rast i razvoj, produktivnost, izvoz. Procena je da je kreditni rast u Srbiji delom ima dimenziju razvoja jer su mnogi investitori zbog averzije prema riziku prešli sa direktnog na kreditno finansiranje".¹⁶⁹

Treba razmotriti efekat kredita na inflaciju i platni bilans. Scenario može biti sledeći: "visok rast kredita privatnom sektoru; što će zajedno dovesti do značajnog rasta domaće tražnje; to će izazvati pogoršanje već visokog deficita tekućeg računa, i verovatno izvršiti pritisak na inflaciju. U tom slučaju NBS mora da reaguje povećanjem kamatnih stopa i verovatno ograničavanjem rasta kredita. Rezultat će biti potiskivanje privatnog sektora od strane države i usporavanje njegovog rasta. Rast kamatnih stopa podstaće apresijaciju dinara, što će dodatno pogoršati deficit tekućeg računa".¹⁷⁰ Istraživanja pokazuju da je priroda inflacije u Srbiji inercijska, tj. autonomna je u odnosu na strane kredite privredi. Štaviše zaključak je da krediti imaju antiinflacioni uticaj.¹⁷¹ Drugim rečima ekspanzija kredita inicira povećanje kamatne stope, što dovodi do priliva stranog kapitala, delujući na apresijaciju deviznog kursa sa dezinflacijskim efektom. Negativni efekti u ovom slučaju po platni bilans mogu biti rešeni restriktivnom fiskalnom politikom. Administrativne mere kontrole priliva kapitala mogu se pojaviti kao dodatne mere u obuzdavanju apresijacije. Uspešno ih je primenila Hrvatska 2003. godine. Monetarna politika u Srbiji nema većeg uticaja na trend kretanja kredita. Rast primarnog novca nije pratio rast kredita, a NBS je reagovala restriktivnijom monetarnom politikom bez većeg rezultata. Logičan zaključak je da je elastičnost tražnje privrede i stanovništva za kreditima niska.

Porast kreditine aktivnosti može da rezultira potrošačkim ili investicionim bumom. Empirijska istraživanja¹⁷² "su pokazala korelaciju između dinamike promene kredita i kretanja potrošnje. Ovaj trend bi trebalo uporediti sa podacima u Srbiji, nadovezujući se na podatak da je elastičnost tražnje za kreditima niska verovatno zbog niske likvidnosti u privredi. Uticaj kredita na platni bilans prostim poređenjem vremenske serije uvoza robe široke potrošnje i kredita stanovništvu nije pokazala podudarnost".¹⁷³

¹⁶⁹ Grubišić, Z., Marčetić, (2013), "Uticaj fiskalne i monetarne politike na eksternu neravnotežu Srbije", *Ekonomске Teme*, Ekonomski fakultet, Niš, www.eknfak.ni.ac.rs

¹⁷⁰ FREN, *Kvartalni monitor* br. 23 • oktobar–decembar 2010, www.fren.org.rs

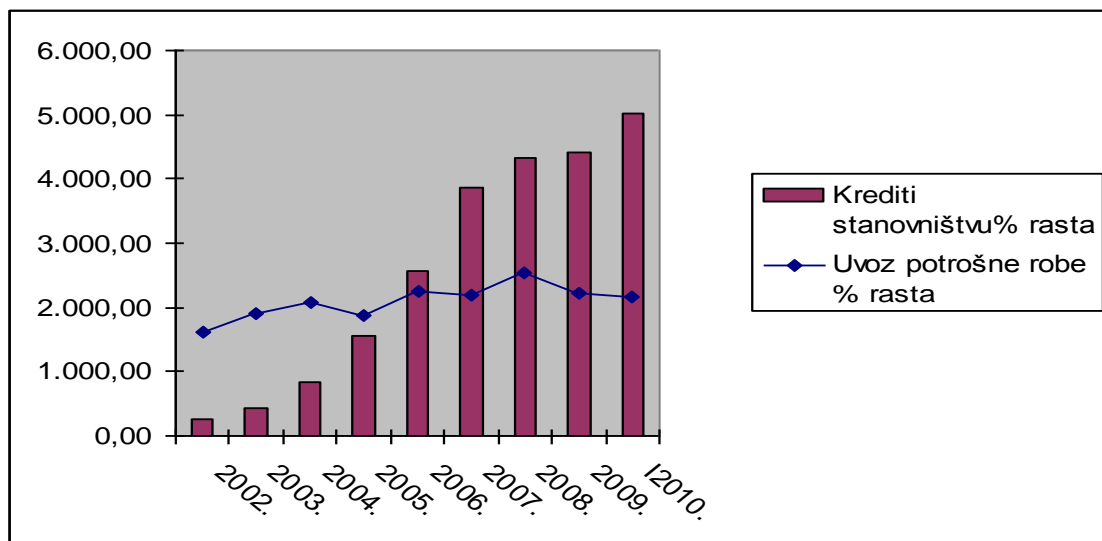
¹⁷¹ Vuković, V. (2008), "Kreditni –ekspanzija i implikacije", Institut ekonomskih nauka, www.mfin.gov.rs

¹⁷² Coricelli F., Masten, A., Masten, I. (2004), "Credit and Growth in Transition Countries", University of

Siena

¹⁷³ Grubišić, Z., Marčetić, (2013), "Uticaj fiskalne i monetarne politike na eksternu neravnotežu Srbije", *Ekonomске Teme*, Ekonomski fakultet, Niš, www.eknfak.ni.ac.rs

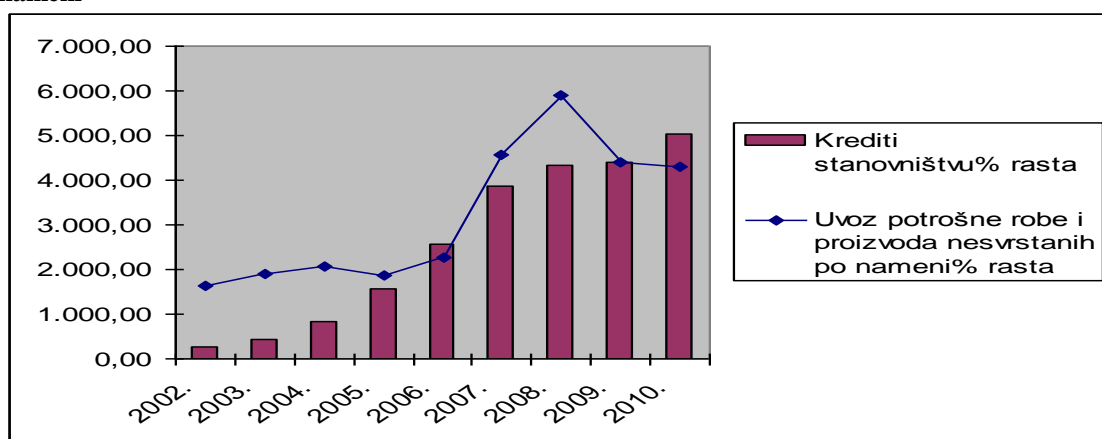
Grafikon 3-18: Veza potrošačkih kredita i uvoza robe široke potrošnje



Autorski prikaz podacima NBS

"Adekvatna veza nije nađena između potrošačkih kredita i uvoza robe široke potrošnje. Učešće uvoza robe široke potrošnje u ukupnom uvozu je relativno stabilno tako da se ne može zaključiti da se pod uticajem kredita menja bitnije struktura uvoza i da su krediti osnovni generator rasta uvoza. U sledećoj analizi smo dodali proizvode nesvrstane po nameni".¹⁷⁴

Grafikon 3-19: Veza potrošačkih kredita i uvoza robe široke potrošnje i proizvoda nesvrstanih po nameni



Autorski prikaz prema podacima NBS

"Stepen povezanosti kredita i uvoza potrošne robe zajedno sa proizvodima nesvrstanim po nameni pokazuje vezu koja može biti od značaja. Krediti pokazuju stabilan rast, ali

¹⁷⁴ Grubišić, Z., Marčetić, (2013), "Uticaj fiskalne i monetarne politike na eksternu neravnotežu Srbije", Ekonomske Teme, Ekonomski fakultet, Niš, www.eknfak.ni.ac.rs

uvoz reaguje na kontrakciju ekonomske aktivnosti u 2009. Samim tim dolazimo do zaključka da je veza između rasta uvoza široke potrošnje i drugih ekonomskih varijabli (devizni kurs, domaća tražnja) jača od uticaja rasta kredita stanovništvu".¹⁷⁵ Da analiziramo uticaj kredita na platni bilans možemo i preko sledećih formulacija:

$$CA_{it} = \alpha + \beta CA_{it-1} + \phi X_{it} + \varepsilon_{it}$$

gde je CA_{it} učešće tekućeg računa platnog bilansa u BDP-u, a X_{it} set eksplanatornih promenljivih (kao što su neto dohodak BDP umanjen za investiciju i javnu potrošnju, fiskalni rezultat, relativni dohodak, učešće investicione i javne potrošnje u BDP-u)¹⁷⁶.

$$TB_{it} = \alpha + \beta TB_{it-1} + \phi X_{it-1} + \gamma \Delta Y_t + \varepsilon_{it}$$

U ovoj formulaciji za spoljnotrgovinski deficit X_{it} označava promenu kredita u BDP-u, promenu fiskalnog rezultata, a ΔY_t promenu BDP-a.¹⁷⁷

$$TB_{it} = \alpha + \beta TB_{it-k} + \phi HC_{it-k} + \gamma NFCC_{it-k} + \delta Y_{it-k} + \varepsilon_{it}$$

Kod ove formule TB_{it} je trgovinski deficit, HC_{it-k} promena kredita odobrenih stanovništvu, $NFCC_{it-k}$ promenu kredita odobrenih privatnim preduzećima i promenu cena nafte.¹⁷⁸ Ukoliko uključimo faktor učešća stranih direktnih investicija u BDP dobija se sledeća formula¹⁷⁹:

$$TB_{it} = \alpha + \beta TB_{it-k} + \phi HC_{it-k} + \gamma NFCC_{it-k} + \delta Y_{it-k} + \rho Z_{it-k} + \varepsilon_{it}$$

3.3.3 FINANSIRANJE DEFICITA I SPOLJNA ZADUŽENOST

„Trebalo bi ohrabriti zemlje Evropske zajednice da nastavile sa davanjem kredita Jugoslaviji, jer će povećanje jugoslovenskog duga inostranstvu, u određenom trenutku, poslužiti kao sredstvo ekonomskog i političkog pritiska, što je samo kratkoročno gledano štetno za zajmodavce, a dugoročno korisno za opštu stvar i politiku „omekšavanja Jugoslavije“ .

Savetnik američkog predsednika za bezbednost Z.Bžežinjski, u Upsali (1978)

¹⁷⁵ Grubišić, Z., Marčetić, (2013), „Uticaj fiskalne i monetarne politike na eksternu neravnotežu Srbije“, Ekonomske Teme, Ekonomski fakultet, Niš, www.eknfak.ni.ac.rs

¹⁷⁶ Bussiere i dr. (2004)

¹⁷⁷ Duenwald, C., N. Gueorguiev A. Schaechter. (2005), „Too Much of a Good Thing? Credit Booms in Transition Economies: The Cases of Bulgaria, Romania, and Ukraine“, IMF Working Paper No. 5/128.

¹⁷⁸ Coricelli et al. (2004), „Growth and volatility in transition countries: The role of credit“, University of Siena and CEPR, European University Institute and University of Ljubljana Preliminary Draft

¹⁷⁹ Palić, M. (2007), „Analiza kreditne aktivnosti u Srbiji – trend ili kreditni bum“, NBS, Sektor za istraživanja, Radni papiri

"Kada se ima u vidu rizik da zbog nivoa zaduženosti i postojećeg obima spolnotrgovinskog deficita zemlje – u slučaju smanjenja ili prekida priliva kapitala – dođe do nelikvidnosti i nemogućnosti servisiranja tekućih obaveza, problem održivosti servisiranja spoljnog duga je od prvorazrednog značaja. Pitanje održivosti servisiranja spoljnog duga je složeno pitanje i zahteva kompleksan analitički pristup. Trenutni odnos duga prema BDP-u važan je pokazatelj koji upućuje na neophodnost da se potraži odgovor na pitanje održivosti, ali nije presudan za sam odgovor. Prvo, taj odgovor zavisi od uticaja niza činilaca u okviru tekuće ekonomske i razvojne politike. Kao presudni se pokazuju – a) tempo realnog rasta BDP-a, b) brzina povećanja izvoza i smanjenje udela deficita tekućih transakcija platnog bilansa u BDP-u, v) povećanje udela investicija u BDP-u, g) sporiji rast ukupne potrošnje i u tome još sporiji rast javne potrošnje od rasta BDP-a, i na kraju d) socijalna izdržljivost tih promena".¹⁸⁰

Spoljni dug je značajan faktor neravnoteže ekonomskih odnosa Srbije sa inostranstvom već nekoliko decenija. Prekomerno povećanje zaduženosti u nekom trenutku u budućnosti će dovesti do problema servisiranja duga. "Što se tiče perspektive uticaja spoljnog duga na deficit tekućeg računa, isti može biti posledica priliva kapitala koji će indukovati rast BDP-a, a isto tako može biti posledica kumuliranja stranog duga".¹⁸¹ Dug povećava opterećenje deficita u tekućem bilansu kroz povećanje stavke dohotka. Strukturu spoljnog duga možemo posmatrati kao: 1.javni dug, 2.javno garantovani dug, 3. negarantovani privatni dug. Iz ugla ročnosti razlikujemo kratkoročni i dugoročni dug.

Tabela 3-16: Struktura spoljnog duga

STRUKTURA SPOLJNOG DUGA	
Javni i javno garantovani dug	Javni spoljni dug
Kratkoročni	Kratkoročni
Instrumenti novčanog tržišta	Instrumenti novčanog tržišta
Zajmovi	Zajmovi
Valute i depoziti	Valute i depoziti
Trgovinski krediti	Trgovinski krediti
Ostale obaveze	Ostale obaveze
Dugoročni	Dugoročni
Obveznice	Obveznice
Zajmovi	Zajmovi
Valute i depoziti	Valute i depoziti
Trgovinski krediti	Trgovinski krediti
Ostale obaveze	Ostale obaveze
Direktne investicije	Direktne investicije
Međukompanijsko pozajmljivanje	Međukompanijsko pozajmljivanje
	UKUPNO
Negarantovani privatni dug	Javno garantovani privatni dug
Kratkoročni	Kratkoročni
Instrumenti novčanog tržišta	Instrumenti novčanog tržišta

¹⁸⁰ Marčetić, M., Đurić, O. (2012), "Analiza duga Republike Srbije i njegove metodološke odrednice", Časopis za ekonomiju i tržišne komunikacije, God2, Vol2, Panevropski Univerzitet "Aperion", Banja Luka, www.emc -review.com, str 274-291

¹⁸¹ Ibid

Zajmovi	Zajmovi
Valute i depoziti	Valute i depoziti
Trgovinski krediti	Trgovinski krediti
Ostale obaveze	Ostale obaveze
Dugoročni	Dugoročni
Obveznice	Obveznice
Zajmovi	Zajmovi
Valute i depoziti	Valute i depoziti
Trgovinski krediti	Trgovinski krediti
Ostale obaveze	Ostale obaveze
Direktne investicije	Direktne investicije
Međukompanijsko pozajmljivanje	Međukompanijsko pozajmljivanje
UKUPAN SPOLJNI DUG	UKUPNO

Izvor: External debt statistics (2003), International Monetary Fond

"Do nemogućnosti servisiranja duga ili pada solventnosti jedne zemlje može doći zbog kontinuiranog povećanja javnog ili privatnog duga. Zemlja je solventna u meri u kojoj je u mogućnosti da izmiri svoje obaveze po osnovu spoljnog duga ili dokle god su finansijski prilivi veći od obaveza za servisiranje duga. U slučaju nesolventnosti država uvodi restrikcije zbog sprečavanja odliva kapitala i smanjenja deviznih rezervi. Nesolventnost privatnog sektora utiče kroz smanjenje priliva kapitala i pada ukupnog rejtinga države¹⁸².

Problem likvidnosti je drugačije prirode i može se javiti u veoma kratkom roku usled bega kapitala, smanjenja izvoznih prihoda, tj. eksternog šoka, značajnog povećanja uvoznih rashoda, promena deviznog kursa i kamtne stope itd".¹⁸³

Za izračunavanje stepena zaduženosti ne postoji egzaktn model koji se primenjuje u svim zemljama. Za tu svrhu se koriste uglavnom međunarodna iskustva, odnosno iskustva međunarodnih finansijskih institucija. Međunarodna banka za obnovu i razvoj zaduženost neke zemlje računa prema sledećim kriterijmima.

1. Odnos iskorišćenih kredita i izvoza robe i usluga;
2. Odnos između ukupne otplate duga i izvoza robe i usluga,
3. Odnos između duga po osnovu iskorišćenih kredita i bruto nacionalnog proizvoda;
4. Odnos između ukupne otplate duga i bruto društvenog proizvoda
5. Odnos između kamate po kreditima i izvoza robe i usluga;
6. Odnos između otplate kamata i bruto društvenog proizvoda
7. Odnos između deviznih rezervi i duga po osnovu iskorišćenih kredita;
8. Odnos između deviznih rezervi i uvoza robe i usluga;

Kriterijum zaduženosti po metodologiji Svetske banke je vidljiv na sledećoj tabeli.

¹⁸² Marčetić, M., Đurić, O. (2012), "Analiza duga Republike Srbije i njegove metodološke odrednice", Časopis za ekonomiju i tržišne komunikacije, God2, Vol2, Panevropski Univerzitet "Aperion", Banja Luka, www.emc -review.com. str 274-291

¹⁸³ Ibid

Tabela 3-17: Kriterijumi zaduženosti spoljnog duga

Kriterijumi	Visoka zaduženost	Srednja zaduženost	Mala zaduženost
Dug/BDP	80% i više	48-80%	ispod 48%
Dug/izvoz	220% i više	132-220%	ispod 132%

Izvor: SvetskaBanka, www.worldbank.org

"U preko 50% (51,7%) slučajeva kriza je izbila kada je spoljni dug bio do 60% BDP-a, pa je to neka kritična vrednost spoljnog duga. "U slučaju veličine duga od 80% BDP-a, koji bi Srbija sa fiskalnim podsticajem verovatno dostigla, dužnička kriza je izbila u skoro 70% slučajeva (67,8%). Važan je, međutim, još jedan rezultat, a to je da je u skoro 20% slučajeva kriza izbila na relativno niskom nivou duga od ispod 40% BDP-a".¹⁸⁴ Osim ovih kriterijuma opšte prihvaćeno gledište u međunarodnim finansijskim institucijama da je jedna zemlja visoko zadužena ako iznos dospelih godišnjih otplata glavnice i kamata pređe 25% vrednosti izvoza robe i usluga, ona se tretira kao visoko zadužena; zemlja je visoko zadužena ako je iznos tih otplata veći od iznosa prirasta BDP, odnosno ako je odnos otplata i BDP-a veći od godišnje stope rasta BDP".¹⁸⁵

Neke zemlje su veoma ranjive kada je u pitanju spoljni dug (*debt intolerance*), odnosno, spoljni kreditori se povlače u slučaju pojedinih zemalja i na relativno niskim nivoima zaduženosti.¹⁸⁶ Dužnička kriza u srednje razvijenim zemljama, kakva je Srbija, može da izbije i pri umerenom nivou spoljnog duga ako prethodna istorija zemlje u pogledu plaćanja dugova i inflacije nije dobra i ako je kao takvu ocene strani kreditori".¹⁸⁷

"Dužnički problemi SFRJ počinju početkom 80-tih. Pod teretom dugova i MMF-a SFRJ počinje sa otplatom dugova na uštrb kontinuiteta u ulaganju u investicionu opremu i osnovna sredstva. Spoljni dug Srbije je 1990. godine iznosio 6.6 milijardi dolara. Srbija je po kriterijumima Svetske banke u tom trenutku bila nisko zadužena zemlja. Promenom ekonomske i političke moći 2000. godine sprovedene su određene akcije u cilju otpisa dela duga i jačanje spoljnoekonomske likvidnosti države. Zaključenjem sporazuma sa Londonskim i Pariskim klubom poverilaca (2002) došlo je do otpisa većeg dela javnog duga koji je rastao mahom za vreme ekonomske blokade SRJ zbog nemogućnosti otplate kamata pa je krajem 2000-te iznosio 10,83 milijardi dolara. U odnosu na sve ostale indikatore zaduženosti dug je prelazio okvire usled paralelnog smanjenja BDP-a i izvoza. Do 2006. godine Pariski i Londonski klub su uzvršili otpis dugovanja Srbiji u iznosu od 4,5 milijardi dolara. Od trenutka otpisa duga prišlo se prilično optimistično izradi projekcije rasta i otplate duga. Jednu od prvih projekcija je prikaza Jeferson institut Na osnovu tog prikaza Srbija je trebalo na kraju ove dekade da postane srednje zadužena zemlja, bilo da se to posmatra na bazi kvantitativnog odnosa spoljnog duga i BDP-a, bilo na bazi odnosa spoljnog duga i izvoza robe i usluga, pa i na bazi iznosa anuiteta po osnovu servisiranja duga prema BDP-u. Po osnovnom scenariju odnos spoljnog duga prema BDP-u je trebalo da u 2008.god, iznosi 60,9%, 2009.g.

¹⁸⁴ www.fren.org, (2010), "Makroekonomske politike i reforma javnog sektora"

¹⁸⁵ Marčetić, M., Đurić, O. (2012), "Analiza duga Republike Srbije i njegove metodološke odrednice", Časopis za ekonomiju i tržišne komunikacije, God2, Vol2, Panevropski Univerzitet "Aperion", Banja Luka, www.emc-review.com

¹⁸⁶ Ekonomski institut (2010), "Makroekonomske analize i trendovi", br. 194

¹⁸⁷ IMF. (2009), "Regional Economic Outlook: Europe, October, 2009", <https://www.imf.org/en/Publications>

55,5% i u 2010.g. 50,1%, a odnos duga prema izvozu robe i usluga 203,19%, 175,8% i 153,2% respektivno. U scenariju sa sporijim rastom BDP-u (u proseku 3%), odnos spoljnog duga prema BDP-u trebalo je da u 2008.god. dostigne 65,9%, u 2009.god. bi pao na 61,2%, a 2010. god. samo 56,3%”¹⁸⁸.

Dodatu brigu predstavlja primedba uglednog ekonomiste Mladena Kovačevića da je “dug računat po tekućim cenama umesto da je korigovan indeksom rasta cena u evro zoni. Samim tim vrednost BDP je „naduvana“ zbog inflatornog uticaja. Po toj računici odnos duga i BDP-a u 2001. god. je iznosio 96,1%. Od 2001. pa zaključno sa 2009. god. bruto domaći proizvod u stalnim cenama je povećan za samo oko 40%. Spoljni dug, na bazi odnosa dolara i evra sa kraja 2001. god. je u isto vreme povećan za oko 96,5%. Ako to povećanje spoljnog duga korigujemo indeksom rasta cena u evro zoni, proizilazi da je on realno povećan za oko 62%. Dakle, spoljni dug je realno znatno više povećan nego realni rast BDP-a, a zvanična statistika i NBS tvrde da je odnos spoljnog duga i BDP-a u 2008. god. iznosio samo 63%, a procenjuje se da je u 2009. iznosio oko 70%”.¹⁸⁹

"Drugi rad je izdala Narodna banka Srbije 2004 godine¹⁹⁰ sa malo manje optimističnim scenarijem. U osnovnom scenariju spoljni dug prema BDP-u trebalo je da u 2008, 2009. 2010 godinama iznosi 79,5%, 79,1% i 77,9% respektivno, a njegov iznos na kraju tih godina prema izvozu robe i usluga bi iznosio 259,0%, 247,7% i 231,4%, odnos iznosa servisiranja spoljnog duga i vrednosti izvoza robe i usluga je trebalo da iznosi u 2008.god. 34,4%, u 2009. god. 39,5%, a u 2010.god. 42,7%, a prema BDP-u 10,57%, 12,62%, 14,37% respektivno. Analiziran je i scenario sa većim stranim direktnim investicijama, sa manjim spoljnotrgovinskim deficitom, sa slabijim dolarom po kome bi Srbija ušla u srednje zadužene zemlje. Poslednja projekcija je ona koju daje MMF u okviru šeste revizije *stand by* aranžmana".¹⁹¹

Tabela 3-18: Srbija, Srednjoročni scenario kretanja spoljnog duga, 2008-2015

	2008	2009 proc.	2010 proj.	2011 proj.	2012 proj.	2013 proj.	2014 proj.	2015 proj.
Spoljni dug	65.2	76.5	79.5	73.1	72.7	70.6	68.4	66.8
Privatni dug	46.1	52.0	52.4	49.3	50.6	51.5	51.5	50.5

Izvor: International Monetary Fund January., (2009), IMF Country Report No. 11/9 Republic of Serbia: Sixth Review Under the Stand-By Arrangement

¹⁸⁸ Jeffersson Institute., (2003), "Konkurentnost privrede Srbije"

,https://www.nbs.rs/internet/latinica/90/90_0/konkurentnost_privrede_srbije.pdf

¹⁸⁹Kovačević, M. (2010), "Spoljni dug i stepen spoljne zaduženosti", Ekonomska politika,

<http://www.nspm.rs>

¹⁹⁰NBS. (2004), "Održivost spoljnog duga Srbije-preliminarni rezultati analize na osnovu stanja 30.septembra 2004", www.nbs.org

¹⁹¹ Marčetić, M., Đurić, O. (2012), "Analiza duga Republike Srbije i njegove metodološke odrednice", Časopis za ekonomiju i tržišne komunikacije, God2, Vol2, Panevropski Univerzitet "Aperion", Banja Luka, www.emc-review.com, str 271

Ono što zapažamo iz ove projekcije je da trend opadanja spoljnog duga počinje od 2011. dok se dug privatnog sektora vrti oko 50% BDP-a. Činjenica je da se spoljni dug nakon 2006. godine konstantno povećavao što se primećuje iz sledeće tabele.

Tabela 3-19: Spoljni dug Srbije prema dužnicima (u mil. evra)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
stanje spoljnog duga	10.145	10.968	9.402	9.678	9.466	12.196	14.181	17.139	21.088	22.487	23.786
dugoročni dug	9.381	10.154	8.796	9.149	9.024	11.248	13.224	16.089	18.945	20.482	
javni sector	9.363	9.362	8.532	8.447	7.209	7.808	6.535	6.251	6.503	7.762	
privatni sektor	18	47	263	702	1.814	3.44	6.689	9.837	12.442	12.72	
banke		9,63	28	142,5	595	1.161	2.835	2.713	2.201	2.597	
Preduzeća	18,45	37,86	235,23	559,35	1.219	2.279	3.853	7.124	10.240	10.123	
Kratkoročni dug	763	814	606	529	442	947	959	1.049	2.143	2.005	1.830
javni sector	108	150	96	80	73	84	57	34	18	1,5	
privatni sektor	655,58	663	510	450	368	863	901	1.016	2.125	2.003	
banke	128	95	19	25	152	593	642	892	1.323	1.713	
Preduzeća	527	569	491	424	216	271	260	124	803	290	

Izvor: Statistički bilten NBS, novembar 2010

Dugoročni dug beleži konstantan rast. Značajan porast zaduživanja je evidentiran kod preduzeća dok je tendencija zaduživanja ujednačena tokom godina kod banaka i javnog sektora. Dakle ekspanzija stranih kredita domaćoj privredi prevashodno je izazvana brzim rastom kredita namenjenim preduzećima.

Na kraju 2010. godine ukupan spoljni dug Republike Srbije je iznosio 23.786 miliona evra, a indikatori eksterne pozicije se pogoršavaju. Srbija postaje zavisna od priliva kapitala, pa u jeku svetske ekonomske krize sklapa *stand by* aranžman sa MMF-om i ugovara kredit sa Ruskom federacijom.

Tabela 3-20: Indikatori eksterne pozicije Srbije

	2006	2007	2008	2009	2010	I2011
Indikatori eksterne likvidnosti (u%)						
Devizne rezerve/uvoz robe i usluga(u mesecima)	6.0	7.4	5.5	7.6	8,1	7.7
Devizne rezerve/kratkoročni dug	717.3	729.8	336.4	412.6	546,4	888.8
Devizne rezerve/BDP	38.7	33.5	24.4	35.4	34,7	34.0
Otplata duga/BDP	7.0	10.0	10.3	10.0	11,8	14.0
Otplata duga/izvoz robe i usluga	23.5	33.9	34.0	38.4	33,8	39.7
Otplata duga/izvoz robe i usluga i doznake	17.2	25.4	27.6	28.3	25.9	31.0

Indikatori eksterne solventnosti (u%)						
Spoljni dug/BDP	60.9	59.5	63.0	75.0	82,5	77.8
Kratkoročni dug/BDP	4.1	3.6	6.4	6.7	6,4	3.8
Spoljni dug/izvoz robe i usluga	204.1	197.1	207.4	265.2	236,2	213.0
Spoljni dug/izvoz robe i usluga i doznake	149.1	150.9	168.6	191.8	181.0	166.0

Izvor:NBS

"Na kraju marta 2011. godine ukupni spoljni dug iznosi 22.672 miliona evra i čini 74,8% BDP. Kritične tačka od 80% BDP deli srednje od visoko zaduženih zemalja. Kod zemalja u razvoju ovaj prag je niži i već je kritičan spoljni dug koji dostiže 60 % BDP, jer preko tog iznosa dolazi do pada privrednog rasta".¹⁹² Ovaj indikator eksterne solventnosti je poboljšán u odnosu na kraj prošle godine, pre svega zbog smanjenja spoljnog duga. "Smanjenje spoljnog duga u BDP-u nastalo tokom Q1 2011. godine posledica je razduživanja banaka (po osnovu kratkoročnih kredita), zatim pada dugoročnog duga preduzeća i javnog sektora. U odnosu na stanje spoljnog duga od pre godinu dana (mart 2010.) niži iznos ukupne zaduženosti duguje se isključivo privatnom sektoru – bankama i preduzećima".¹⁹³ Učešće spoljnog duga privatnog sektora u procenjenom BDP-u je iznosilo 47,4%.

Odnos spoljnog duga na kraju prvog tromesečja i 12-mesečnog izvoza robe i usluga uvećanog za inostrane doznake smanjen je za 15,3 procentna poena i iznosi 166,0%, što je u granicama održivosti (220%). "Doduše novija empirijska istraživanja dokazuju da uticaj spoljnog duga postaje negativan na nivou 160-170% izvoza i 35-40% BDP-a".¹⁹⁴ Prema odnosu deviznih rezervi prema BDP-u Srbija ima zadovoljavajuću poziciju. Odnos ukupnih otplata po spoljnom dugu i procenjenog BDP-a u prvom tromesečju iznosi 14,5%, od čega se 11,9% BDP-a odnosi na otplatu glavnice, a 2,6% BDP-a na otplatu kamate. Zemlja je visoko zadužena po kriterijumu ako dospeli godišnji anuiteti za otplatu duga pređu 5% BDP ili ako je iznos godišnje rate duga prema BDP veći od stope njegovog rasta. Ekonomski rast je više nego dvostruko sporiji od rasta duga (13,6% je prosečna stopa rasta spoljnog duga) i učešća obaveza iz duga u BDP-u. Kako je učešće obaveza iz duga veće od stope ekonomskog rasta – prirast bruto proizvoda nije dovoljan za servisiranje inostranih dugova.

Odnos ukupnih otplata po spoljnom dugu i izvoza robe i usluga u prvom tromesečju iznosi 39,7%. Ako se izvozu dodaju doznake, učešće otplata iznosi 31,0% i nešto je iznad gornje granice održivosti (25–30%). Ovo je veoma loše po privredni rast i razvoj jer je odliv po osnovu kredita veći od rasta izvoza. Trend rasta spoljnog duga od 2008. do 2010. godine je bio rezultat i depresijacije kursa dinara, koja je bila veća od stope inflacije.

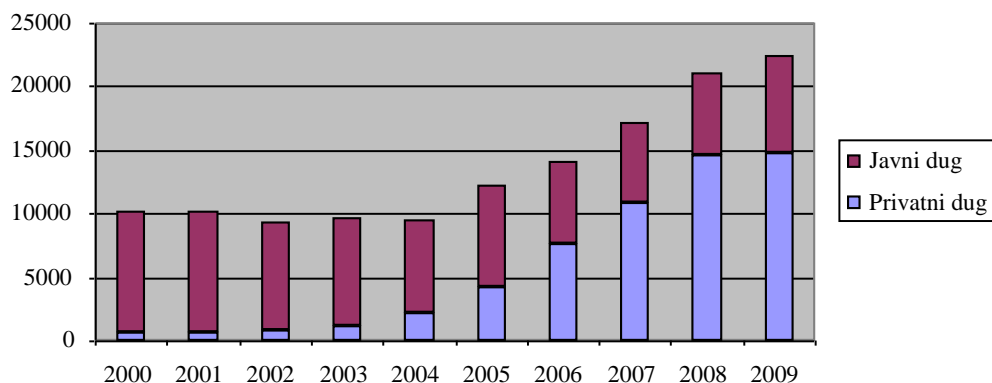
¹⁹² Marčetić, M., Đurić, O. (2012), "Analiza duga Republike Srbije i njegove metodološke odrednice", Časopis za ekonomiju i tržišne komunikacije, God2, Vol2, Panevropski Univerzitet "Aperion", Banja Luka, www.emc-review.com

¹⁹³FREN. (2011), "Kvartalni monitor br. 24 • januar–mart 2011", www.fren.org.rs

¹⁹⁴Pattillo, et al. (2002)

Pri tome je struktura spoljnih dugova potpuno izmenjena. Tako je 2001. godine spoljni dug iznosio 10,8 milijardi dolara, od toga je na državu otpadalo 90% (8,4 milijarde dolara), a na banke i preduzeća 10% (2,4 milijarde dolara). Ali nakon 2001. godine, ulazak stranih banaka, liberalizacije deviznog tržišta zaduživanje privrede je krenulo ekspanzivno da raste (vidi grafikon)".¹⁹⁵

Grafikon 3-20: Dinamika i struktura spoljnog duga po sektorima (u mil. evra)



Autorski prikaz prema podacima Narodne banke Srbije

U 2009. godini dominiraju obaveze preduzeća po stranim kreditima od 10,12 milijardi evra, dok ino dugovi banaka pokazuju značajan skok posle 2005. ali u mnogo manjoj meri, 2,6 milijardi evra u 2009. godini. "Opadanje spoljnog duga domaćih banaka (podaci iz 2008. u odnosu na 2007.) se obrazlaže usporenom bankarskom dezintermedijacijom, gde banka vrši transfer kreditnog rizika sa domaćih banaka na preduzeća pretežno u stranom vlasništvu.¹⁹⁶ Snažna stopa rasta povećanje učešća privatnog duga u odnosu na javni dug nakon 2005. godine se vidi na prethodnom grafikonu. Uprkos ovom značajnom skoku kreditiranja korporativnom sektoru brojke su mnogo niže u odnosu na BDP, nego u Bugarskoj (60%), Hrvatskoj (49%).¹⁹⁷

Polazeći od odgovornosti vlade za opšte stanje u ekonomiji, devizni oblik stranih kredita (kredit u Srbiji su indeksirani deviznom klauzulom), često izaziva fenomen implicitnih garancija. Tokom krize u Aziji 1996. godine podrazumevao se isti tretman javnog privatnog duga, drugim rečima vladinu odgovornost za oba. Razlika za Srbiju je ta što banke nisu u posedu države već stranih investitora.¹⁹⁸ Zato Republika Srbije ne garantuje za izvršenje obaveza po kreditnom poslu osim u slučajevima predviđenim

¹⁹⁵ Marčetić, M., Đurić, O. (2012), "Analiza duga Republike Srbije i njegove metodološke odrednice", Časopis za ekonomiju i tržišne komunikacije, God2, Vol2, Panevropski Univerzitet "Aperion", Banja Luka, www.emc-review.com

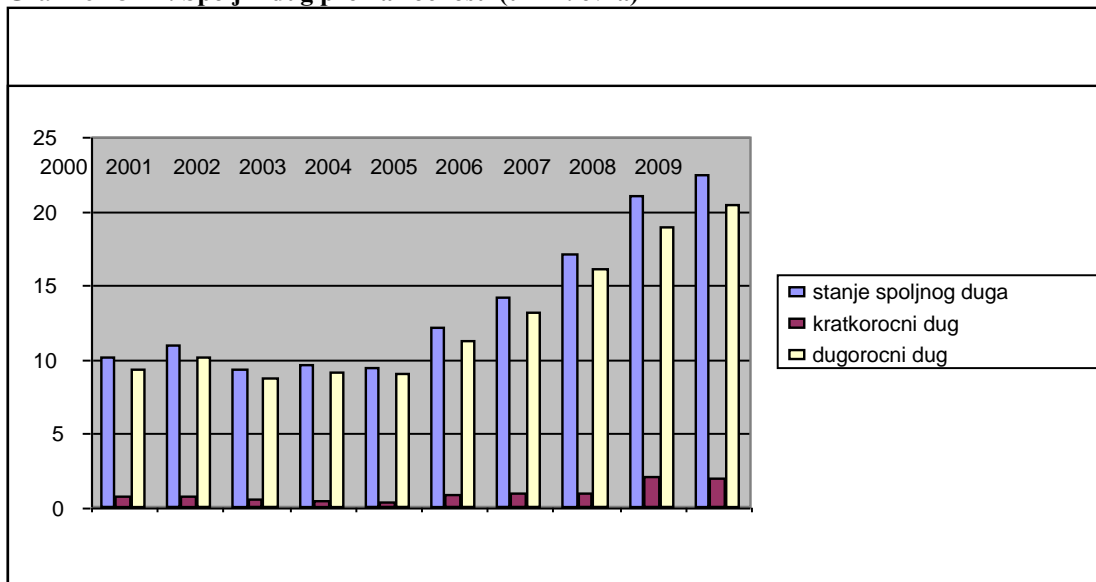
¹⁹⁶ IMF, "Republic of Serbia, 2008", www.imf.org

¹⁹⁷ Sorsa, et al. (2007)

¹⁹⁸ Vuković, V. (2008), "Strani krediti –ekspanzija i implikacije", Institut ekonomskih nauka

zakonom.¹⁹⁹ Ekspanziji kredita su najviše doprineli dugoročni strani krediti, što se vidi na sledećem grafikonu. Ročnost se blago pogoršava tokom 2008, 2009, 2010 godine".²⁰⁰

Grafikon 3-21: Spoljni dug prema ročnosti (u mil. evra)



Autorski prikaz

"Spoljni dug je problem i u ostalim rastućim ekonomijama Jugoistočne Evrope. Dodatni izvor ranjivosti kod rastućeg spoljnog duga je preterani deficit tekućeg računa pa usled takve kombinacije može doći do „teškog prizemljenja“. Visok nivo zaduženja utiče da je država postane podložna šokovima pri rastu kamatne stope, promeni deviznog kursa, iznenadnom prestanku priliva kapitala, itd. Opasnost se krije i iza jače depresijacije dinara i pojavu inflacije što bi znatno uticalo na povećanje zaduženja. Isplata duga zahteva ili rast izvoza ili redukovanje domaće potrošnje. Prvi put je bolji, ali zavisi od brzine progressa u reformama. Za sada se čini da je bafer za eksterne šokove dovoljan nivo deviznih rezervi. Srbija će i narednih godina imati velike potrebe za eksternim finansiranjem (vidi projekcije MMF-a), tako da će za isplatu dugovanja biti neophodan rast GDP-a koji nije zasnovan na rastu potrošnje".²⁰¹

Rizici povećanja duga su:

- globalni rizici (produblјivanje svetske privredne krize, veći pad od očekivanog, usporavanje privreda značajnih srpskih spoljnotrgovinskih partnera, povlačenje investitora iz zemalja u razvoju i Srbije, restriktivniji uslovi za odobravanje kredita itd.);

¹⁹⁹Zakon o deviznom poslovanju, čl 19.

²⁰⁰ Marčetić, M., Đurić, O. (2012), "Analiza duga Republike Srbije i njegove metodološke odrednice", Časopis za ekonomiju i tržišne komunikacije, God2, Vol2, Panevropski Univerzitet "Aperion", Banja Luka, www.emc-review.com

²⁰¹ Marčetić, M., Đurić, O. (2012), "Analiza duga Republike Srbije i njegove metodološke odrednice", Časopis za ekonomiju i tržišne komunikacije, God2, Vol2, Panevropski Univerzitet "Aperion", Banja Luka, www.emc-review.com

- interni rizici (nagli pad agregatne tražnje, ubrzanje inflacije, velike oscilacije kursa dinara prema evru, nesprovođenje planiranih reformi i mera ekonomske politike, veći pad od očekivanog priliva stranih direktnih investicija, porast premije za rizik na ino kredite domaćim subjektima, politički rizici)"²⁰².

“Neophodan, ali ne i dovoljan, uslov solventnosti zemlje jeste taj da se stanje spoljnog duga u bruto društvenom proizvodu ne povećava (to naravno ne važi kada je ekstremno visok dug). Kada učešće duga u BDP-u raste, onda se povećava i finansijski jaz, tj. razlika između ostvarenog trgovinskog bilansa i trgovinskog suficita (deficita) koji je neophodan da bi se stabilizovao odnos između duga i BDP-a. Jaz će biti veći ukoliko raste udeo duga u BDP-u i/ili ukoliko je realna prosečna kamatna stopa na spoljni dug veća od stope rasta realnog BDP-a. Rast ekonomske aktivnosti od presudnog je značaja za stabilnost spoljnog duga, tj. za smanjenje njegovog udela u BDP-u. Očigledno je da će sa povećanjem stope rasta BDP-a za konkretnu godinu jaz biti sve manji. Pri stopama rasta BDP-a višim od kamatne stope na spoljni dug, imali bismo prostora i za deficit u bilansu robe i usluga. Međutim, u slučaju nižih stopa rasta BDP-a morali bismo da ostvarimo čak i suficit u bilansu robe i usluga.”²⁰³

"U cilju održivosti spoljnog duga, potrebno je pored smanjenja deficita tekućeg platnog bilansa, manje više nepromenjenog nivoa bruto spoljne zaduženosti, određenog smanjenja neto zaduženosti ostvariti stopu privrednog rasta iznad 5%, kao i brži rast izvoza robe i usluga od uvoza".²⁰⁴ Finansiranje proizvodnog potencijala zaduživanjem u inostranstvu ne može trajati dugo. Pritisak duga postaje kočnica privrednog rasta u slučajevima kada kapacitet izvozne ponude bude ispod racia učešća službe duga u deviznom prilivu.

3.3.4 ANALIZA ODRŽIVOSTI FISKALNE POZICIJE SRBIJE

"Na kraju marta 2011. godine javni dug Republike Srbije iznosio je 12,7 milijardi evra, ili 43,5% procenjenog BDP-a. Od početka godine stanje javnog duga povećano je za 539,1 milion evra ili za 1,3 % BDP-a. U prvom tromesečju 2011. tempo zaduživanja države nije usporen. To je posledica najvećim delom obimnog zaduživanja putem izdavanja trezorskih zapisa, kojim država pribavlja sredstva potrebna za finansiranje budžetskog deficita u 2011. godini, planiranog u visini 4,1% BDP-a".²⁰⁵

Posmatrano na nivou cele 2010. godine doprinos porastu spoljnog duga isključivo je imao javni sektor. Javni sektor je povećao spoljnu zaduženost značajnim korišćenjem inostranih kredita tokom 2010. godine (krediti Međunarodne banke za obnovu i razvoj,

²⁰² www.podaci.net

²⁰³ NBS, (2004), "Održivost spoljnog duga Srbije", www.nbs.org, (pristupljeno 1.10.2012)

²⁰⁴ Marčetić, M., Đurić, O. (2012), "Analiza duga Republike Srbije i njegove metodološke odrednice", Časopis za ekonomiju i tržišne komunikacije, God2, Vol2, Panevropski Univerzitet "Aperion", Banja Luka, www.emc-review.com

²⁰⁵ NBS, (2011), "Analiza duga republike Srbije", www.nbs.org.rs

kao i drugih međunarodnih institucija, deo treće i četvrte tranše *stand bay* aranžmana sa MMF-om, kredit Vlade Ruske Federacije i peta tranša *stand bay* aranžmana, dodatni inostrani krediti kao i nova tranša koja predstavlja deo kredita od MMF-a za jačanje deviznih rezervi i dr)²⁰⁶.

Tabela 3-21: Stanje javnog duga Republike Srbije (u mlrd evra)

	2006	2007	2008	2009	2010
Unutrašnji dug	3.8	3.5	3.2	4.2	4.9
Spoljni dug	5.5	5.5	5.6	5.7	7.3
UKUPNO	9.4	9.0	8.8	9.8	12.2

Izvor: MFIN

Javni dug Srbije sada nije preteran, ali se on u protekle dve godine veoma brzo uvećavao, i bez fiskalnog podsticaja će nastaviti brzo da raste zbog značajnih deficita u sledećih nekoliko godina. "Uz to, u doba krize često na površinu isplivaju skrivene obaveze države (razne garancije države koje se aktiviraju i sl.), pa se i po tom osnovu dug može dodatno povećati. Najzad, kriza često dovodi do toga da država preuzima delove privatnog duga, a veličina tog duga u Srbiji je znatna. Porast javnog duga može da dovede do krize duga i finansijske krize u Srbiji. Naime, finansiranje budućih fiskalnih deficita najvećim delom će se vršiti preko spoljnog zaduživanja, što će direktno dovesti do porasta spoljnog duga".²⁰⁷

Izmenjeni Zakon o budžetskom sistemu, koji propisuje "gornji limit za javni dug u iznosu od 45% BDP-a, trebalo bi da obezbedi fiskalnu održivost, a time i makroekonomsku stabilnost. U slučaju prekoračenja limita za javni dug, Zakon nalaže obavezu uspostavljenom Fiskalnom savetu i Vladi da Skupštini podnesu plan vraćanja duga u dozvoljene okvire.

Odnos javnog duga i bruto domaćeg proizvoda predstavlja primarni pokazatelj stepena zaduženosti jedne zemlje s tim da se pokreće pitanje održivosti, po Mاستrihtskim kriterijumima, na 60% BDP. Po drugim autorima²⁰⁸ dovoljan ratio za održivost javnog duga je odnos duga prema BDP-u koji se ne povećava".²⁰⁹

Drugi kriterijum za definisanje okvira održivosti javnog duga je odnos javnog duga i izvoza roba i usluga. Trend poboljšanja ovog odnosa koji je trajao do 2008. godine, nije

²⁰⁶ FREN, (2010), "Kvartalni monitor br. 23, oktobar–decembar 2010", www.fren.org.rs

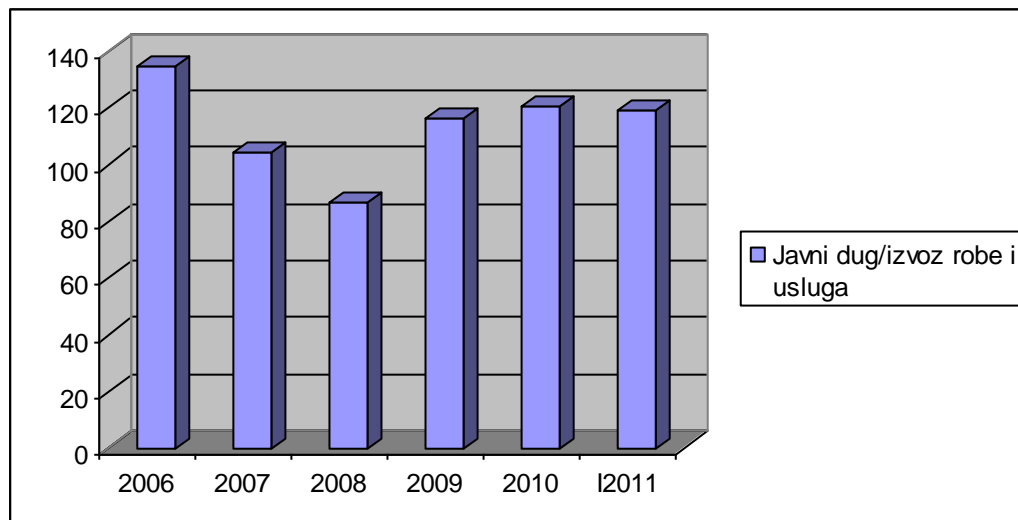
²⁰⁷ Marčetić, M., Đurić, O. (2012), "Analiza duga Republike Srbije i njegove metodološke odrednice", Časopis za ekonomiju i tržišne komunikacije, God2, Vol2, Panevropski Univerzitet "Aperion", Banja Luka, www.emc-review.com

²⁰⁸ Aristovnik, A. (2007), "Fiscal sustainability in Eastern Europe and the former Soviet union", University of Ljubljana, Faculty of Administration, Ljubljana, Slovenia; Boštjan Bercic Institute for Legal Informatics, Ljubljana, Slovenia

²⁰⁹ Marčetić, M., Đurić, O. (2012), "Analiza duga Republike Srbije i njegove metodološke odrednice", Časopis za ekonomiju i tržišne komunikacije, God2, Vol2, Panevropski Univerzitet "Aperion" doisrpska.nub.rs/index.php/economyandmarket/article/viewFile/340/295

nastavljen u 2009. godini i posledica je negativnih efekata svetske ekonomske krize. Očekuje se sličan sled događaja u narednom periodu.

Grafikon 3-22: Odnos javnog duga i izvoza roba i usluga



Autorski prikaz prema podacima NBS

Razmatramo stanje javnog duga po sledećem kriterijumu, a to je odnos "primarnog budžetskog salda i bruto domaćeg proizvoda. Primarni budžetski saldo se dobija tako što se ukupni rashodi budžeta umanjene za plaćene kamate oduzmu od ukupnih prihoda budžeta umanjene za naplaćene kamate. U 2008. udeo primarnog budžetskog salda u BDP-u je smanjen i postao je negativan -1,2%, a trend se pogoršava narednih godina.

Iako se čini da je javni dug na osnovu odabranih pokazatelja u zoni sigurnosti, kada je u pitanju projekcija duga, važno je napomenuti da ključni uticaj na poziciju duga ima promena kursa dinara prema evru, jer se preko 75% javnog duga Srbije nalazi u ovoj valuti.²¹⁰ Dug je izuzetno osetljiv na promene u kretanju kursa zbog visokog učešće strane valute u dugu tako da depresijacija od 10% prema evru, povećava učešće duga za 2%.²¹¹ Takođe, zadržavanje fiskalnog deficita na visokom nivou od 4-5% BDP-a u toku nekoliko narednih godina imalo bi za posledicu ubrzan rast odnosa javnog duga prema BDP-u.

²¹⁰ Marčetić, M., Đurić, O. (2012), "Analiza duga Republike Srbije i njegove metodološke odrednice", Časopis za ekonomiju i tržišne komunikacije, God2, Vol2, Panevropski Univerzitet "Aperion" doisrpska.nub.rs/index.php/economyandmarket/article/viewFile/340/295

²¹¹ MFN, (2010), "Memorandum o budžetu i ekonomskoj i fiskalnoj politici za 2010 sa projekcijama za 2011 i 2012 godinu", www.mfn.org.rs

3.3.5 BUDŽETSKI DEFICIT I UTICAJ NA PLATNI BILANS RS

Fiskalnoj održivosti se posvećuje značajna pažnja u tranzicionim ekonomijama. Skoro sve tranzicione zemlje su doživele deficite i na tekućem i fiskalnom računu. Početak tranzicionog procesa je zahtevao od Vlada ekspanzivnu fiskalnu politiku u cilju ohrabrivanja investicija. Fiskalni deficit se povećavao kao odgovor na nagli pad BDP-a, fiskalnog restrukturiranja i izgradnji socijalne i fizičke infrastrukture. Na početku tranzicionog procesa fiskalna politika je imala značajnu ulogu u pospešivanju posrnule privatne potrošnje koja se pojavila kao konsekvencija smanjenog outputa. Tražnja u tranzicionim ekonomijama je bila potpomognuta od strane mnogih međunarodnih organizacija (među njima i MMF) koje su pomoću svojih aranžmana uticale na balansiranje budžeta. Budžetski izdaci u tranzicionim ekonomijama su bili značajno veći nego u tržišnim ekonomijama. Upoređujući podatke o fiskalnim suficitima/deficitima Evropske Unije i tranzicionih zemalja za period 2006-2009 možemo da potvrdimo takvu observaciju ali bez prideva „značajno”.

Tabela 3-22: Fiskalni suficit/deficit (kao procenat BDP)

Zemlje	2006	2007	2008	2009
EU 27	-1.4	-0.8	-2.3	-6.4
Bugarska	3.0	0.1	1.8	-0.8
Češka Republika	-2.6	-0.7	-2.1	-6.6
Mađarska	-9.3	-5.0	-3.8	-4.1
Poljska	-3.6	-1.9	-3.6	-6.4
Rumunija	-2.2	-2.5	-5.5	-7.8
Slovenija	-1.3	0.0	-1.8	-6.3
Slovačka	-3.5	-1.9	-2.3	-6.3
Hrvatska	-3.0	-2.5	-1.4	-3.7
Makedonija	-0.5	0.6	-1.0	-4.0
Srbija	-1.6	-1.9	-2.5	-4.1

Izvor: Eurostat, European Commission i Ministarstvo finansija Srbije

Van granice od -3,5% BDP fiskalnog deficita je Mađarska za svaku posmatranu godinu. Makedonija pokazuje najveću fiskalnu disciplinu dok se Srbija nalazi na srednjim vrednostima u odnosu na posmatrane zemlje. Sve zemlje značajno produbljuju deficit sa nailaskom svetske ekonomske krize što se vidi iz podataka za 2009 godinu.

Na početku tranzicionog procesa zapostavljene su fiskalne reforme u korist brze privatizacije. Reforma državnih struktura i državne administracije je naposljetku dobijala pažnju. Ovakav reformski put je doveo do toga da Srbija nakon deset godina i insistiranja MMF-a krene u poduhvat reforme državne administracije. Poseban značaj ima zakon o budžetskom sistemu koji se odnosi na definisanje fiskalne odgovornosti i jačanje fiskalne discipline u cilju obezbeđenja održivosti javnih finansija u srednjem roku.

Odnos deficita tekućeg računa i fiskalnog deficita je već razmatran u jednom od prethodnih poglavlja. Deficit tekućeg računa platnog bilansa može biti uzrokovan padom privatne ili javne štednje (usled visokog budžetskog deficita). Rast budžetskog deficita je problematičniji, jer je posledica visoke budžetske potrošnje (manje javne štednje) i najčešće je strukturne prirode, dok je niska domaća štednja često tranzitorna (kada se očekivanja da će doći do rasta BDP-a pretvore u očekivanja da će se dohoci povećati, što izaziva rast tekuće potrošnje). Kada se ostvari očekivani rast dohodaka, onda se obično i štednja oporavlja.

U Mendel - Flemingovom modelu ekspanzivni fiskalni šok podiže raspoloživi prihod i domaću tražnju. Dolazi do apresijacije valute, rasta kamatne stope potiskujući domaće investicije. Uticaj ovog modela je jači ukoliko fiskalni šok proistekne iz povećane potrošnje pre nego smanjenja poreza. Eksterni deficit će se smanjiti u onom trenutku kada pojačana tražnja podigne kamatne stope i samim tim istisne domaće investicije. U intertemporalnom modelu fiskalni šok proizvodi direktno eksterni deficit, jer stanovništvo pozajmljuje na internacionalnom tržištu da bi izjednačio potrošnju između raspoloživog i permanentnog dohotka.

"Deficit budžeta Srbije u prve tri godine tranzicije iznosio je -0,5% BDP u 2001, -1,8% BDP u 2002. i -2,4% BDP u 2003. godini. U 2004. i 2005. ostvaren je suficit budžeta Republike od 0,8% BDP i 0,9% BDP, respektivno. Deficit konsolidovanog sektora države, nakon suficita u 2005. od 0,9% BDP beleži tendenciju povećanja sa -1,9% BDP u 2006. na -2,0% BDP u 2007. i na -2,5% BDP u 2008. godini".²¹² "Republika Srbija, iako u dužem periodu ostvaruje fiskalni deficit, prvi put je 2009. prešla granicu propisanu po matrihtskim kriterijumima za nivo fiskalnog deficita (3% BDP). Fiskalni deficit u 2010. nastavlja tendenciju iz prethodne godine sa ostvarenim deficitom od 4,6%. Dakle, nakon stabilizovanja javnih finansija i ostvarivanja suficita u 2004. i 2005. godini (uprkos značajnom povećanju deficit tekućeg računa 2005. godine) dolazi do rasta deficita konsolidovanog sektora države u period 2005-2009. Učešće deficita u BDP povećalo se sa 1,9% u 2006. godini, na 2,0% u 2007. godini, 2,5% u 2008. 4,6% u 2010. godini.

Tabela 3-23: Konsolidovani fiskalni rezultat (u % BDP)

	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.
Konsolidovani fiskalni rezultat (u % BDP)	-1,8	-2,4	0,8	0,9	-1,9	-2,0	-2,5	-4,5	-4,6

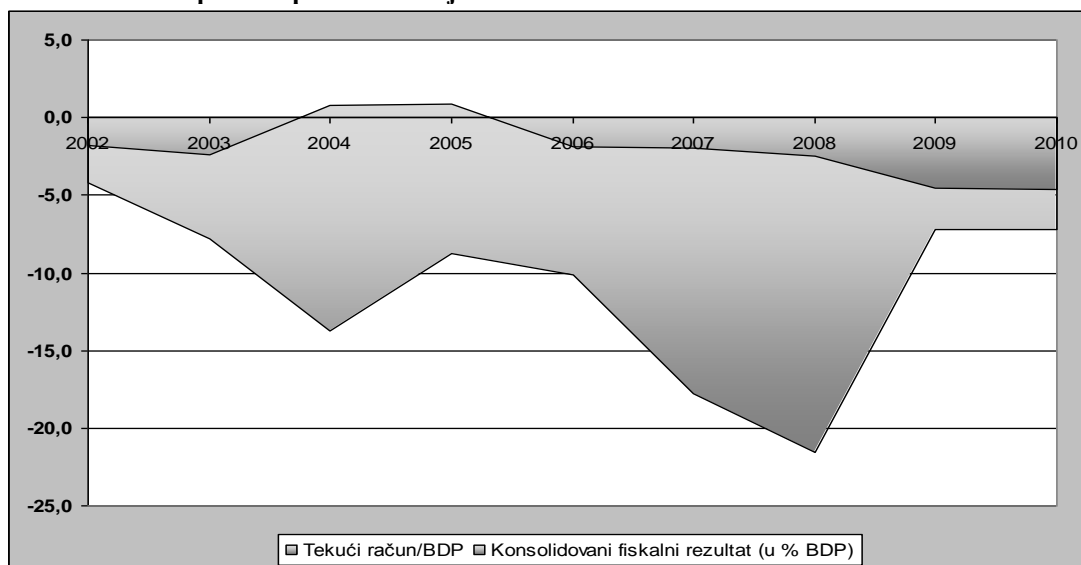
Izvor: NBS

Relativno visok deficit u 2009. godini je rezultat pada prihoda usled recesionih tendencija i predimenzioniranih rashoda (naročito u segmentu rashoda na penzije), dok je tendencija kretanja deficit tekućeg računa u tom periodu surotna (vidi grafikom 2-14).

²¹² mfin.gov.rs, (pristupljen 7.7.2013)

Najveći deo pomenutog deficita finansiran je zaduživanjem, emisijom zapisa trezora na domaćem finansijskom tržištu. Može se zaključiti da je najveći deo fiskalnog deficita preliven u javni dug.

Grafikon 3-23: Upporedni prikaz kretanja deficita na tekućem i fiskalnom računu 2002-2010



Autorov prikaz

Suficite u 2004. i 2005. godini treba posmatrati i u sklopu odnosa sa Međunarodnim monetarnim fondom (MMF). Srbija je od početka tranzicije do februara 2006. godine imala na snazi sporazume sa Međunarodnim monetarnim fondom koji su zahtevali striktno pridržavanje. Usled potreba za konsolidacijom fiskalne politike Srbija je u periodu do 2005. godine vodila relativno odgovornu fiskalnu politiku, što je rezultiralo u značajnom popravljaju fiskalnog rezultata".²¹³

Na osnovu podataka sa grafikona zaključujemo da je fiskalni deficit značajan činilac u kreiranju deficita tekućeg računa, ali nije pronađena direktna veza. Deficit tekućeg računa pokazuje značajan rast, ali okidač tekućeg deficita nije samo fiskalni deficit. Bitno je napomenuti da je jedan od razloga održavanja ovih deficita bila i činjenica da je finansiranje deficita bilo relativno lako putem priliva bespovratne zvanične pomoći, pristupom kreditima pod koncesionalnim uslovima, prihodima od privatizacije (vidi tabelu).

²¹³ Grubušić, Z., Marčetić, (2013), "Uticaj fiskalne i monetarne politike na eksternu neravnotežu Srbije", Ekonomske Teme, Ekonomski fakultet, Niš, www.eknfak.ni.ac.rs, str 21-35

Tabela 3-24: Ostali prihodi u budžetu Srbije 2005-2009 (u mlrd. din.)

	2005	2006	2007	2008	2009
Druga primanja	64.377	195.671	61.654	70.715	330.586
1.Privatizacija	43.509	157.891	49.761	49.061	39.776
2. Domaće zaduživanje	9.066	27.149	5.683	15.475	243.196
3.Strano zaduživanje	11.801	10.630	6.209	6.178	6.725
4. Sredstva povučena od MMF-a	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

Izvor:Ministarstvo finansija, Bilten javnih finansija, 2010

"Srbija je pre krize, u periodu 2006. – sredina 2008. vodila procikličnu fiskalnu politiku, što znači da je u dobrim vremenima kada su poreski prihodi bili iznad proseka pravila fiskalni deficit i značajne privatizacione prihode trošila za njegovo pokrivanje²¹⁴. Samim tim možemo konstantovati da je dobar deo prihoda od privatizacije neutralisan kroz državnu potrošnju. Visok fiskalni deficit u 2009. i 2010. godini najvećim delom je finansiran zaduživanjem, što se odrazilo na povećanje javnog duga Srbije".²¹⁵ Dakle fiskalni deficit je bilo lako finasirati. Da bismo dobili realniju sliku o državnoj potrošnji oslanjamo se na podatke MMF-a u periodu od 2004. sa projekcijama do 2015. godine.

Tabela 3-25: Štednja i investicije u Srbiji (% BDP)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
						Procena	Proj.	Proj.	Proj.	Proj.	Proj.	Proj.
S-I	-12.1	-8.7	-10.2	-16.0	-17.6	-6.9	-9.3	-8.6	-7.0	-6.0	-6.0	-5.8
Sp	-11.8	-9.3	-8.5	-14.2	-15.6	-3.1	-5.3	-5.5	-4.7	-4.6	-5.2	-5.5
Sg	-0.3	-0.6	-1.7	-1.9	-2.0	-3.8	-4.1	-3.1	-2.3	-1.4	-0.7	-0.3

Izvor: MMF, Sixth revision under stand by arrangement, 2010

U tabeli je prikazana štednja države sa negativnim predznakom i u godinama kada zvanični fiskalni deficit biva pozitivan (2004, 2005) ukazujući na gore pomenutu činjenicu o postojanju vanrednih izvora finansiranja državnog deficita. Takođe, na osnovu podataka iz tabele zaključujemo da je značajan činioc deficita tekućeg računa niska privatna i državna štednja.

"Direktnu vezu između deficita tekućeg računa i fiskalnog deficita tražimo iz poznate relacije:

²¹⁴Više o vezi između prihoda od privatizacije i fiskalno deficita u "Fiscal Challenges In Serbia today - What To Do With Privatization Receipts", Bašić, T., NBSRP, 2007

²¹⁵ Grubišić, Z., Marčetić, (2013), "Uticaj fiskalne i monetarne politike na eksternu neravnotežu Srbije", Ekonomske Teme, Ekonomski fakultet, Niš, www.eknfak.ni.ac.rs

$$TB = Sp - I - (G - T)$$

Podaci koji su nam potrebni za određenje veze između „blizanačkih deficita „, su podaci o domaćoj štednji *Sp*. Poslužićemo se i podacima o državnoj štednji iliti fiskalnom deficitu (*G – T*)".²¹⁶

Tabela 3-26: Kalkulacija blizanačkog deficita Srbije

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Sp	-11.8	-9.3	-8.5	-14.2	-15.6	-3.1	-5.3
G-T	0,8	0,9	-1,9	-2	-2,5	-4,5	-4,6
TB*	-11	-8,4	-10,4	-16,2	-18,1	-7,6	-9,9
TB	-13.8	-8.8	-10.1	-17.7	-21.6	-7.2	-7.2

TB* dobijene vrednosti tekućeg računa preračunavanjem gornjeg entiteta

TB ostvareni deficit tekućeg računa

Izvor: Kalkulacija autora

Podatke koje smo dobili kao *TB**, na osnovu izračunavanja prema navedenom entitetu, prate trend realno ostvarenog deficita tekućeg računa iako ne pokazuju apsolutnu podudarnost. Ovakvu diskrepancu možemo pripisati nepreciznosti podataka o domaćoj štednji²¹⁷. Dakle, obzirom da je trend kretanja dobijenih i ostvarenih podataka na približnom nivou smatramo da je fiskalni deficit bitna komponenta u kreiranju deficita na tekućem računu.

"Indirektnu vezu utvrđujemo na sledeći način - fiskalna ekspanzija je otežavala držanje inflacije pod kontrolom i to je uticalo na smanjivanje konkurentnosti privrede, destimulisanje izvoza i na rast deficita na tekućem računu. Za naredne godine se očekuje fiskalno prilagođavanje kao što je predviđeno na osnovu studije Ministarstva finansija".²¹⁸

²¹⁶ Grubišić, Z., Marčetić, (2013), "Uticaj fiskalne i monetarne politike na eksternu neravnotežu Srbije", *Ekonomске Teme*, Ekonomski fakultet, Niš, www.eknfak.ni.ac.rs, str 21-35

²¹⁷ U formuli su korišćeni podaci o domaćoj štednji MMF-a, do se neznatno razlikuju podaci MFIN iz *Memoranduma o budžetu i ekonomskoj fiskalnoj politici za 2010 sa projekcijama za 2011 i 2012*.

²¹⁸ Grubišić, Z., Marčetić, (2013), "Uticaj fiskalne i monetarne politike na eksternu neravnotežu Srbije", *Ekonomске Teme*, Ekonomski fakultet, Niš, www.eknfak.ni.ac.rs, str 21-35

Grafikon 3-24: Učešće duga i deficita u BDP



Izvor: MFIN (2010)

Nakon vrha postignutog u 2010. godini deficit bi se postupno smanjivao do nivoa 1,5% u 2013. godini, što se okvirno podudara sa prethodnim projekcijama MMF-a. Istraživanja MMF pokazuju da rast fiskalnog deficita iznad 1,5% BDP ugrožava unutrašnju i spoljnu makroekonomsku stabilnost.²¹⁹ Stoga je fiskalno prilagođavanje ključni zadatak ekonomske politike i institucionalnih reformi u narednom srednjoročnom periodu.

Upravo iz razloga jednostavnog finansiranja fiskalnog deficita potrebno je analizirati podatke o strukturi javnih rashoda i na osnovu toga utvrditi u kojim segmentima je potrošnja neracionalna. Podacima o visini pojedinačnih kategorija javnih rashoda (u apsolutnom iznosu ili kao procenat BDP-a) dobijaju se podaci o strukturi javne potrošnje. Srbija je po visini učešća rashoda za zaposlene u BDP u vrhu zemalja centralne i jugoistočne Evrope. Zajedno sa BIH, Grčkom, Mađarskom, a u isto vreme ima najnižu stopu javnih investicija.

Tabela 3-27: Učešće rashoda za zaposlene u budžetskom sektoru u BDP

	2005	2006	2007	2008	2009p	Prosek
Grčka	11,3%	10,9%	11,0%	11,2%	11,9%	11,3%
Albanija	6,2%	6,3%	6,0%	6,4%	6,5%	6,3%
Bosna i Hercegovina	11,0%	11,1%	11,5%	12,0%	12,4%	11,6%
Bugarska	5,6%	5,6%	5,7%	5,8%	5,8%	5,7%
Češka	11,0%	10,6%	10,1%	9,8%	9,7%	10,2%
Hrvatska	10,1%	9,9%	9,9%	7,3%	7,6%	9,0%
Mađarska	12,0%	12,2%	11,5%	11,5%	11,6%	11,8%
Rumunija	7,4%	8,0%	8,2%	9,1%	9,2%	8,4%
Slovenija	10,5%	10,3%	9,5%	9,6%	10,4%	10,1%
Srbija	9,8%	10,3%	10,1%	10,5%	10,3%	10,2%
Slovačka	6,4%	6,6%	6,3%	6,4%	7,0%	6,5%

Izvor: Ilić, A. (2010), "Zarade u javnom sektoru i njihov uticaj na makrostabilnost i međunarodnu konkurentnost zemlje", Srpski ekonomski forum

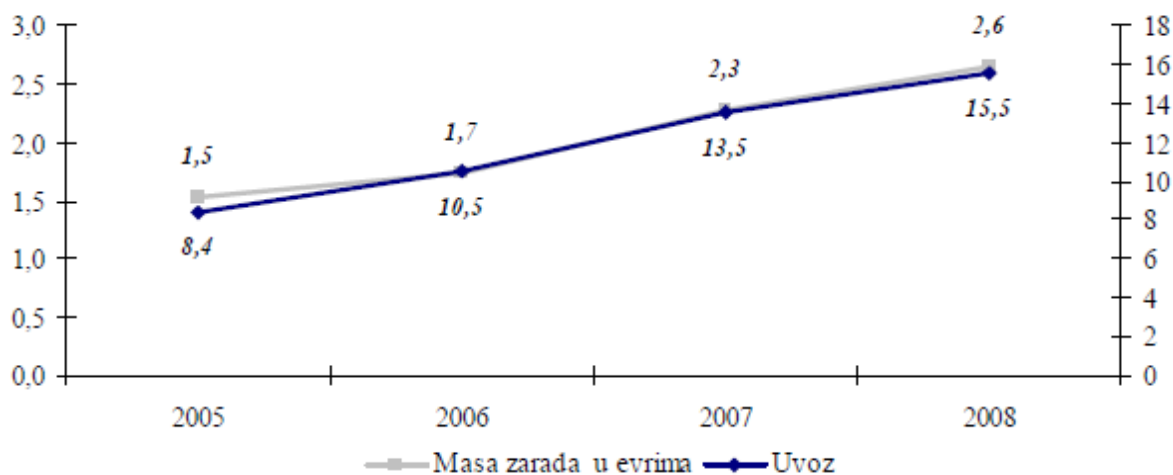
²¹⁹IMF, "Country Reports", No 2008/55

U periodu 2001-2008 (13,7%) ostvaren je dinamičan rast neto zarada. Prosečne neto zarade, povećane su sa 102 evra u 2001. godini na 400 evra u 2008. kada dolazi do usporavanja njihovog rasta. Godišnji rast zarada je znatno brži od rasta BDP-a (5,4%) i rasta produktivnosti (6,0%).²²⁰

Postavlja se opravdano pitanje opravdanosti ovakvog trenda, s obzirom da rast zarada u javnom sektoru nije praćen adekvatnim rastom produktivnosti i BDP-a. Dolazimo i do aktuelnog pitanja, koliko fiskalni stimulansi mogu da utiču na izlazak iz krize? "Koliki je kvantitativni efekat povećanja javnih rashoda na obim proizvodnje, (tj. koliki je fiskalni multiplikator)? Kod zemalja u razvoju uvećanje fiskalne ekspanzije od 1\$ uvećava BDP od 0,79\$, ostalo se prelijeva na uvoz i potrošnju. Privrede koje su otvorenije, tj. više izložene međunarodnoj razmeni trebalo bi da imaju manji fiskalni multiplikator. Srbija, sa udelom spoljne trgovine od preko 80% BDP-a, pripada „otvorenim ekonomijama“. Ukoliko zemlja ima visok spoljni dug, zbog straha kreditora koji povećavaju troškove zaduživanja, efekat multiplikacije se takođe smanjuje. Osim toga Srbija je u režimu fleksibilnog kursa, pa efekat fiskalne ekspanzije ima veći nominalni nego realni značaj".²²¹

Pošto smo utvrdili učešće rashoda za zaposlene u budžetskom sektoru zanima nas međuzavisnost istih sa deficitom tekućeg bilansa.

Grafikon 3-25: Masa zarada u javnom sektoru i uvoz, (u mlrd evra)



Izvor: Ilić, A. (2010), "Zarade u javnom sektoru i njihov uticaj na makro stabilnost i međunarodnu konkurentnost zemlje", Srpski ekonomski forum

Na osnovu grafikona zaključujemo da je nađena pozitivna veza između mase zarada u javnom sektoru i deficita tekućeg bilansa. Linerani vektor obe varijable, iako različit po

²²⁰ Republički zavod za razvoj, (2009), "Izveštaj o razvoju Srbije"

²²¹ Grubišić, Z., Marčetić, (2013), "Uticaj fiskalne i monetarne politike na eksternu neravnotežu Srbije", Ekonomske Teme, Ekonomski fakultet, Niš, www.eknfak.ni.ac.rs, str 21-35

obimu (masa zarada čini 20% vrednosti uvoza) istog je pravca i smera. Do najvećeg poklapanja dolazi nakon 2006.

“Fiskalna neravnoteža je rezultat ekspanzije javne potrošnje i ubrzanog rasta realnih zarada koje su se kretale neočekivano visokim ritmom, osetno iznad tempa rasta BDP. Brz rast zarada i javne potrošnje, kao i nagla kreditna ekspanzija, doprineli su visokom spoljnotrgovinskom deficitu i inflaciji. Delujući kao komponenta agregatne tražnje, masa zarada u javnom sektoru je rasla brže od rasta agregatne ponude (proizvodnje) što je neminovno (nužno) izazvalo određene debalanse. Rast tražnje koji je podstaknut rastom zarada u javnom sektoru delimično se prelio na veći uvoz. U tranzicionom periodu 2001-2008. prosečne godišnje stope rasta iznosile su kod neto zarada 13,9%%, bruto zarada 13,7%, BDP 5,4% i produktivnosti 6,1%.”²²²

“Iako masa zarada u javnom sektoru čini oko 20% ukupne vrednosti uvoza, može se konstatovati da je ona u određenoj meri uticala na kretanje uvoza iz četiri razloga: (1) kroz direktan uticaj na uvoz potrošnih dobara (20-30% ukupnog uvoza); (2) indirektan uticaj na uvoz intermedijarnih proizvoda i energenata s obzirom na uvoznju zavisnost proizvodnje u Srbiji (3) kroz snažnu osnovu za rast kreditne aktivnosti (njene multiplikacije) pored visokog priliva kapitala iz inostranstva – zaposleni u javnom sektoru su „dobri“ klijenti banke (iznad prosečna primanja i visoka sigurnost javnih mesta) i (4) kroz apresijaciju dinara – ekspanzivna fiskalna politika (koja je, između ostalog, podstaknuta i rastom zarada kao što smo videli) u uslovima fleksibilnog deviznog kursa nužno dovodi do apresijacije kursa preko mehanizma: ekspanzivna fiskalna politika → inflacioni pritisci → viša kamatna stopa → priliv kapitala iz inostranstva → apresijacija domaće valute.”²²³

Do korigovanja ovakve politike došlo je kroz saradnju sa MMF-om. "Kontrola plata i penzija zaključno sa 2012. godinom je već dogovorena. Što se tiče penzija, novi Nacrt zakona predviđa da se posle 2012. prosečne penzije indeksiraju na inflaciju plus iznos rasta BDP-a preko 4%. Rast plata u javnom sektoru posle 2012. takođe treba ograničiti na inflaciju plus polovina rasta BDP-a. U vezi s tim često se ističu i ciljne veličine učešća fonda plata (8%), odnosno penzija (10%) u BDP".²²⁴ Da je dekompozicija javnih izdataka neadekvatna vidimo iz sledeće tabele, pa je učešće javnih investicija kao procenta BDP u Srbiji među najnižima u regionu (osim Mađarske i Hrvatske).

²²²Bošnjak, M. (2010), “Rezultati i izazovi ekonomskih reformi u Srbiji u tranzicionom periodu 2001-2008”, www.mfin.org, Pristupljeno (2.2.2015)

²²³Ilić, A. (2010), “Zarade u javnom sektoru i njihov uticaj na makrostabilnost i međunarodnu konkurentnost zemlje”, Srpski ekonomski forum

²²⁴ Ekonomski institut MAT i Ekonomski fakultet FREN. (2011), “Postkrizni model ekonomskog rasta i razvoja Srbije, 2011-2020”, <http://www.kss.org.rs>

Tabela 3-28: Javne investicije u regionu (% BDP)

	2005	2006	2007	2008	2009p	prosek
BIH	6.0	6.1	6.7	6.0	7.1	6.4
Albanija	5.4	5.6	5.8	8.1	5.9	6.2
Bugarska	5.0	4.7	6.3	6.4	7.1	5.9
Češka	4.9	5.0	4.7	4.9	5.1	4.9
Slovenija	3.6	4.2	4.2	4.6	5.0	4.3
Grčka	4.5	3.9	4.1	4.6	4.1	4.2
Srbija	2.7	4.1	4.7	3.8	3.1	3.7
Hrvatska	3.8	3.6	3.9	2.7	2.7	3.3

Izvor: Ekonomski institut MAT i Ekonomski fakultet FREN. (2011), "Postkrizni model ekonomskog rasta i razvoja Srbije, 2011-2020", www.fren.org.rs

"Ostvareni procenat javnih investicija u Srbiji je na nezadovoljavajućem nivou imajući u vidu prihode od privatizacije.. Postojeća struktura javnih rashoda ne obezbeđuje održiv privredni rast u dugom roku. Još jedan loš pokazatelj kompozicije javnih rashoda je učešće kapitalnih rashoda koje je smanjeno sa 8,7% u period 2005-2008 na 7.4% u 2009 godini.²²⁵

Javne investicije imaju značajniji uticaj na porast proizvodnje u zemljama u razvoju nego u razvijenim privredama. U razvoju porast javnih investicija od \$1 dovodi do porasta proizvodnje od \$0,6 u prvom kvartalu, a na srednji rok taj porast iznosi oko \$1. Rast tekuće javne potrošnje na povećanje proizvodnje je -0,19 u prvom kvartalu i 0,37 kumulativno. Pravilo je da tranzicione zemlje i zemlje u razvoju treba da stimulišu privrednu aktivnost preko povećanja javnih investicija, a ne tekuće javne potrošnje. Dakle, prilagođavanje treba ostvariti preko rekompozicije javnih izdataka. S obzirom da su glavne komponente javne potrošnje zarade i penzije to prilagođavanje čini težim. Opravdano postavljamo pitanje da li je došlo do efekta istiskivanja (*crowding out*). Efekat istiskivanja se dešava kada ekspanzivna fiskalna politika dovodi do rasta kamatne stope, samim tim smanjujući privatnu i investicionu potrošnju (vidi odgovarajuće poglavlje). U ovom slučaju neophodna je politika prilagođavanja fiskalnog deficit".²²⁶

3.4 PROCES LIBERALIZACIJE NAKON 2000-TE GODINE I UTICAJ NA TRGOVINSKI BILANS

"Razmatrajući period nakon 2000-te možemo reći da je Srbija ušla u fazu nagle liberalizacije i deregulacije spoljnotrgovinskog režima. Mnogi ekonomisti su mišljenja da je ovakava ubrzana liberalizacija nalik šok terapiji bila prilično radikalna i neselektivna. S obzirom da je paralelan proces bio naglo smanjenje cena, kao i ukidanje

²²⁵ Republički zavod za razvoj.(2009), "Izveštaj o razvoju Srbije". www.fondzarazvoj.gov.rs

²²⁶ Grubišić,Z., Marčetić, (2013), "Uticaj fiskalne i monetarne politike na eksternu neravnotežu Srbije", Ekonomske Teme, Ekonomski fakultet, Niš, www.eknfak.ni.ac.rs, str 21-35

drugih oblika zaštite kao npr. kvote, otvara se prostor za tvrdnju da je liberalizacija spoljnotrgovinskog režima uz nekonkurentnu i netržišno orijentisanu privredu znatno uticala na pogoršanje spoljnotrgovinskog bilansa. Zapravo, visoki domaći troškovi proizvodnje i kvalitet proizvoda nisu jači aduti komparativne prednosti domaće privrede na inostranom tržištu. Troškovna struktura je opterećena neefikasnošću domaće proizvodnje, koju karakteriše zastarela tehnologija i slabo konkurentni programi proizvodnje²²⁷.

Ovakvu spekulaciju treba promovisati u stav pomoću činjenica koje nedvosmisleno to potvrđuju. Počecemo identifikacijom ključnih faza tokom otvaranja spoljnog ekonomskog režima da bi na kraju utvrdili da li analogno tome nastaju bitne promene u spoljnotrgovinskom bilansu.

Etape liberalizacije su sledeće:

1. Inicijalna liberalizacija spoljnotrgovinskog režima 2000-2001

Liberalizacija je otpočela već decembra 2000-te nakon izmena u Zakonu o spoljnotrgovinskom poslovanju čime su liberalizovani uslovi za obavljanje spoljne trgovine. Na listi roba koje podležu ograničenjima ostalo je manje od 1%, što je daleko ispod proseka zemalja u okruženju koje su takođe započinjale pregovore.²²⁸

2. Harmonizacija carinskih sistema Srbije i Crne Gore tokom 2003-2004

Obzirom da su Srbija i Crna Gora bile u procesu kreiranja carinske unije neophodno je bilo stvoriti jedinstven spoljnotrgovinski i carinski režim. Da bi se nivelisale razlike u prosečnim carinskim stopama bilo je potrebno unilateralno sniženje carinskih stopa od strane Srbije. Prosečna carinska stopa je postepeno snižavana sa 9,4% na 7,6% u 2004-toj godini na 7% u 2005-toj, a za nepoljoprivredne proizvode na 5,8%. Pored svega proces harmonizacije nije uspeo i ove dve zemlje započinjaju odvojene pregovore sa STO tokom 2005.

3. Zaključenje Sporazuma o trgovini i tekstilnim proizvodima između Srbije i EU (stupio na snagu jula 2005);

Ovaj Sporazum podrazumeva postepeno ukidanje svih ograničenja i na kraju prelaznog perioda potpunu slobodnu trgovinu. Liberalizacija je postepena, asimetrična u korist Srbije. EU je zadržala kvote na uvoz određenih kategorija tekstilnih proizvoda i to za najkonkurentnije srpske proizvode. Stupanjem SSP mogućnost uvođenja kvota je prestala.

4. Započet je proces pridruživanja STO. Liberalizacija u okviru STO vrši se na dva načina:

- a) nepreferencijalan način – unilateralnom liberalizacijom
- b) recipročnom liberalizacijom – u kontekstu multilateralnih rundi pregovora.

²²⁷ Marčetić, M. (2011), "Uticaj trgovinske liberalizacije na platni bilans Srbije" Međunarodni naučni skup ES-NBE 2011, *Ekonomika nauka u funkciji kreiranja novog poslovnog ambijenta*, Univerzitet u Prištini, Ekonomski fakultet

²²⁸ Blagojević, M. (2008), "Liberalizacija spoljnotrgovinskog režima, 2000-2008", *Pregled*, 4/2008

5. Potpisan je sporazum o formiranju zone slobodne trgovine CEFTA (2006) Liberalizacijom u okviru CEFTA sporazuma postignuti su povoljni tokovi u spoljnotrgovinskoj razmeni utičući povoljno na spoljnotrgovinski bilans.

6. Potpisan sporazum o stabilizaciji i pridruživanju EU 2007 godine (ratifikovan 2008).

Po ovom Sporazumu liberalizacija je postepena i asimetrična u korist Srbije, dok će Srbija postepeno snižavati carine u roku od 5 godine. Na kraju tog perioda potpuno se ukidaju carine na robu poreklom iz EU. Faze liberalizacije zavise od osetljivosti proizvoda (vidi tabelu).

Tabela 3-29: Liberalizacija prema Sporazumu o stabilizaciji i pridruživanju EU

	Osetljivi 2 god/lista A		Veoma osetljivi 4 god/lista B		Najosetljiviji 5 god/lista V	
	Dinamika smanjenja	Prosečna carina u %	Dinamika smanjenja	Prosečna carina u %	Dinamika smanjenja	Prosečna carina u %
Početno stanje 2008	100%	5.02	100%	9.18	100%	15.66
1.1.2009	70%	3.51	80%	7.35	80%	13.34
1.1.2010	40%	2.01	60%	5.51	70%	10.99
1.1.2011	0%	0	40%	3.67	55%	8.63
1.1.2012	0%	0	20%	1.84	40%	6.28
1.1.2013	0%	0	0%	0	20%	3.14
1.1.2014	0%	0	0%	0	0%	0

Izvor: Prema PKS

Prema Sporazumu razlikuju se osetljivi, osetljiviji, veoma osetljivi i najosetljiviji industrijski proizvodi. Osetljivi su bili carinjani do 5% i planirano je ukidanje carine do 2011. Za veoma osetljive carina se ukida do 2013., a posle 2014. neće biti carina na industrijske proizvode. Za ¼ broja proizvoda tj. poljoprivredne proizvode carine će važiti i posle 2014. Za duvan, šećer, suncokretovo ulje, carine se neće ukinuti. Donošenje odluke o jednostranoj primeni sporazuma je proistekla iz namere za izjednačavanjem cena i faktora proizvodnje. Povećana mobilnost kapitala doprinosi alokaciji resursa i privrednoj efikasnosti. Treba imati u vidu da ova doktrina podrazumava visoku mobilnost proizvodnih faktora i da se u uslovima savršene konkurencije međuregionalno kretanje kapitala ostvaruje u skladu sa razlikama u tražnji ovih proizvodnih faktora".²²⁹

Razlike u stopama profita bi transferisale kapital iz razvijenih oblasti u nerazvijene podstičući njihov rast. Ipak ove pretpostavke neoklasičara se više mogu primeniti na razvijene zemlje (konstantan obim ili struktura potrošnje, puna zaposlenost proizvodnih faktora, uravnotežen platni bilans...). Protivnici neoklasične teorije (G.Myrdal, A. Hircman, F. Perroux) ističu da se privredne aktivnosti koncentrišu uglavnom u već

²²⁹ Marčetić, M. (2011), "Uticaj trgovinske liberalizacije na platni bilans Srbije" Međunarodni naučni skup ES-NBE 2011, *Ekonomika nauka u funkciji kreiranja novog poslovnog ambijenta*, Univerzitet u Prištini, Ekonomski fakultet

razvijenim privrednim područjima. U procesu integracija potrebno je razmotriti i teoriju regionalnog razvoja.

"Treba napomenuti da je zbog protivljenja Holandije Prelazni sporazum o postepenom uspostavljanju zone slobodne trgovine između Srbije i EU zamrznut. Republika Srbija je odlučila da jednostrano nastavi sa primenom ovog sporazuma. Primena ovih sporazuma je uticala na postepeno povećanje otvorenosti naše ekonomije da bi u 2010. stigla do procenta od 86,4 %

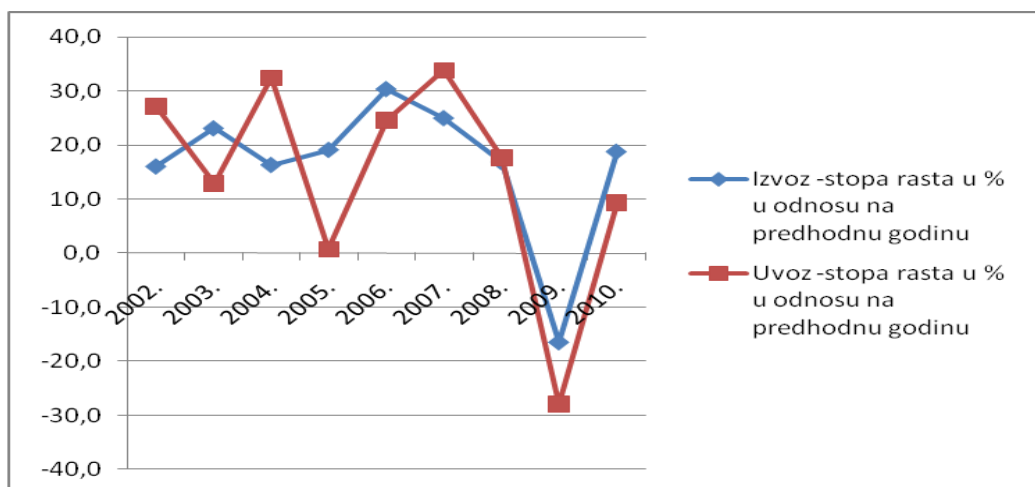
Tabela 3-30: Stepen otvorenosti ekonomije 2002-2010

	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.
Stepen otvorenosti ekonomije (uvoz+izvoz)/BDP	59,3	63,9	73,7	73,6	81,2	85,8	86,8	73,6	86,4

Izvor: NBS

Iz tabele vidimo daje proces liberalizacije bio kontinuiran proces. Ovakav kontinuitet se nije preneo na procentualnu promenu rasta izvoza i uvoza, što bi moglo dovesti do zaključka da je uticaj liberalizacije neznatan ili pak beznačajan u odnosu na druge uticaje. Ipak, upoređujući značajne datume za liberalizaciju spoljnotrgovinskog režima sa promenama stope rasta izvoza i uvoza možemo doći do nekog zaključka. Na strani uvoza visoke stope rasta beležimo 2002., 2004., 2006. i 2007. godine. Iako sigurno postoje i drugi uticaji (npr. rast uvoza u 2004. je rezultat između ostalog planiranog uvođenja PDV u 2005.) - zamajac rastu uvoza se podudara sa identifikovanim fazama liberalizacije (inicijalna liberalizacija, harmonizacija carinskog režima Srbije sa Crnom Gorom, primena CEFTA sporazuma). Hronologija promene rasta uvoza i izvoza se poklapa. Efekat primene Prelaznog sporazuma je nivelisan svetskom ekonomskom krizom. Što se tiče pregovora u okviru STO oni su dug i višefazni proces i ne mogu se registrovati u jednoj godini

Grafikon 3-26: Procentualna promena rasta izvoza i uvoza za period 2000-2010



Izvor: RZR, 2010

Tabela 3-31: Stopa rasta (u%) izvoza i uvoza 2002-2010

	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.
Izvoz –stopa rasta u % u odnosu na prethodnu godinu	16,0	23,1	16,3	19,1	30,4	25,0	16,9	-16,5	18,8
Uvoz –stopa rasta u % u odnosu na prethodnu godinu	27,2	12,8	32,4	0,7	24,5	33,8	17,7	-28,0	9,3

Izvor: NBS

Promene na strani izvoza su nagle i pozitivne tokom 2006. i 2007. vezano za primenu CEFTA sporazuma. Generalno pozitivan efekat na izvoz ima liberalizacija prema zemljama na sličnom nivou razvoja. Podstrek solidnom porastu izvoza, dao je i asimetrični aranžman sa EU, i manjoj meri relativno dobra pozicija u regionalnoj zoni slobodne trgovine (sa kupcima koji prepoznaju naše proizvode, i sa neprekinutim ili lako obnovljenim starim poslovnim vezama). Sporazum sa Rusijom, dao je minorne rezultate na dinamiziranju domaćeg izvoza (manje od 5% srpskog izvoza plasira se na rusko tržište, a nekada su zemlje socijalističkog lagera činile oko dve petine domaćeg ino-plasmana).

Reforma carinskog sistema i dalje smanjivanje carinske zaštite ima direktne posledice na domaću privredu. Pre svega, carinska liberalizacija povećava konkurenciju na domaćem tržištu, što otežava kratkoročni položaj domaćih proizvođača, tako da će na tržištu opstati samo proizvodi cenom i kvalitetom konkurentni na svetskom tržištu. Osim toga, budući da je nivo proizvodnje u zemlji nizak, a potrebe za javnim rashodima vrlo visoke, druge mere zaštite domaćoj proizvodnji iz budžeta osim carina na uvoz, a koje se inače koriste u razvijenim zemljama, nisu raspoložive".²³⁰

Uprkos poodmakloj liberalizaciji potrebno je da carinska zaštita i dalje smanjenje carinskih stopa budu vremenski raspoređeni i prilagođeni razvojnoj viziji domaće privrede. Potrebno je kvantifikovati ekonomske argumente za dalje smanjenje carinske zaštite. Redistribucija efekata dalje liberalizacije kroz vreme treba da olakša prelaz na intezivniju konkurenciju na domaćem tržištu i stvori manevarski prostor za restrukturiranje domaće privrede.

Izolovano posmatrano, glavni efekat liberalizacije na izvoz (ne računajući recipročne mere naših trgovinskih partnera) ogleda se u njenom stimulativnom efektu na domaća preduzeća, odnosno njihov menadžment, koji će se suočiti sa dodatnim izazovom očuvanja pozicija stečenih na domaćem ili stranom tržištu. Ako posle tog testa, koji je istina, jedan od mnogobrojnih poslednjih godina, uspeju da povećaju produktivnost,

²³⁰ Marčetić, M. (2011), "Uticaj trgovinske liberalizacije na platni bilans Srbije" Međunarodni naučni skup ES-NBE 2011, *Ekonomika nauka u funkciji kreiranja novog poslovnog ambijenta*, Univerzitet u Prištini, Ekonomski fakultet

osmisle nove proizvode, pronađu tržišne niše, nađu strateške partnere, oni iz dodatne konkurencije mogu izaći ojačani. Svaka, kombinacija koja podrazumeva protekcionizma, sa sobom nosi i očuvavanje postojeće privredne strukture, s kojom Srbija nije može dugoročno da odgovori zahtevnom evropskom i svetskom tržištu. Istraživanja ukazuju na brojna negativna iskustva trgovinskih liberalizacija sa slabom institucionalnom osnovom, ali to svakako ne bi smelo da bude alibi za predugo odlaganje neiminovnih reformi trgovinskog režima koje su uslov za približavanje EU i STO. Studije pokazuju da je kod zemalja u tranziciji, koje su imale relativno liberalizovanu regulativu, produktivnost bila povećana zahvaljujući uvoznoj konkurenciji, za razliku od zemalja bivšeg SSSR-a, gde je regulacija privrede bila rigidnija i koje su beležile znatno lošije ekonomske rezultate (Djankov S, Murrell P, 2002). Najbolja kombinacija uz liberalizaciju je i integracija tržišta (eliminisanje carinskih i drugih barijera), kao i politika kursa koja vodi računa o konkurentnosti privrede, ili bar o održivosti njene eksterne pozicije, dakle dosta opozitno srpskom primeru. Ipak pojedine evropske tranzicione zemlje pokazuju rapidan rast izvoza i njegovo kvalitativno unapređenje i pored realne apresijacije (i prećenosti) njihovih valuta kao i radikalne liberalizacije njihove spoljnotrgovinske regulative. Dakle, čini se da verovatna prećenost valuta ovih zemalja nije bitnije uticala na izvozne performanse ovih ekonomija, dok je indikativno da izvozni bum kod većine njih, praktično, koincidira sa postignutim visokim stepenom trgovinske otvorenosti i pojednostavljenjem spoljnotrgovinske prakse, što može da bude veoma indikativno za Srbiju.

3.4.1 UZROCI DESTABILIZACIJE TRGOVINSKOG BILANSA

"Kao što je već rečeno, centralno obeležje spoljne trgovine Srbije je rastući trgovinski deficit. Dugoročna tendencija neravnoteže robne razmene iz prethodnog perioda je preneti i na razmatrani period. Visoka uvozna zavisnost, niska konkurentnost izvoza, nedovoljno finansiranje izvoza, nerazvijena izvozna struktura, prećen devizni kurs su identifikovani kao osnovni uzroci nestabilnosti trgovinskog bilansa u dugom i kratkom roku. Sem navedenih uzroka možemo dodati liberalizaciju spoljnotrgovinskog režima koja je obrađena u prethodnom poglavlju.

Sveukupno deficit možemo prepisati i nedoslednosti strateškim ciljevima razvoja. U nastojanju i forsiranju privrede ka otvorenosti u cilju povećanja izvoza došlo je do eksplozivnog rasta svih vidova potrošnje".²³¹ Velika robna potrošnja je imala suprotan efekat u smislu okretanja robnih tokova prema unutrašnjem tržištu. To je za posledicu imalo veliku uvozu zavisnost. Velika uvozna zavisnost privrede je proizvela stvaranje strukturnih disproporcija i dovela do neelastičnog reagovanja uvozne tražnje na promene relativnih cena koje bi bile indukovane eventualnom depresijacijom. Strukturni debalansi podržavani godinama neadekvatno vođenom ekonomskom

²³¹ Marčetić, M. (2011), "Uticaj trgovinske liberalizacije na platni bilans Srbije" Međunarodni naučni skup ES-NBE 2011, *Ekonomika nauka u funkciji kreiranja novog poslovnog ambijenta*, Univerzitet u Prištini, Ekonomski fakultet

politikom su uslovlili da depresijacija kao metod za uravnoteženje platnog bilansa ostane pod znakom pitanja. Jake potrošačke sklonosti su stimulisane jakom ekspanzivnom kreditnom politikom i fiskalnom politikom. Kao rezultat ovakve preraspodele društvenog proizvoda došlo je do zaostajanja u rastu akumulacije, tako da je gep potrošnje nadomešten uvoznom ponudom. Pored rasta lične, opšte i zajedničke potrošnje razvoju deficita je doprineo i određeni rast investicione potrošnje što je i normalno imajući u vidu razvojne potrebe srpske privrede i hronični jaz akumulacije i investicija. Kao rezultat uvozne ekspanzije raspoloživi društveni proizvod je redovno premašivao stvoreni društveni proizvod u visini ostvarenog deficita robne razmene sa inostranstvom²³².

Na značajnost trgovinskog deficita uticalo je i zaostajanje poljoprivrede zbog velikog prelivanja akumulacije u industriju i druge nepoljoprivredne delatnosti. Poljoprivreda je *a priori* imala podređenu ulogu u odnosu na potrebe i zahteve svetskog tržišta. Sa nastupom svetke ekonomske krize deficit spoljnotrgovinskog bilansa je determinisan i određen kretanjima na svetskom tržištu. S obzirom da je Srbija značajan uvoznik energenata cenovni šokovi su uticali na pogoršanje odnosa razmene.

Jedan od nabrojanih dugoročnih uzročnika deficita trgovinskog bilansa je niska konkurentnost izvoza. Tradicionalna struktura proizvodnje ne poklapa se sa svetskom uvoznom tražnjom. Za restruktuiranje realnog sektora potreban je kapital u vidu savremene opreme i tehnologije. O neadaptiranoj strukturi robne razmene videti više u odgovarajućem poglavlju.

3.4.2 ANALIZA IZVOZNE PONUDE KAO FAKTOR DESTABILIZACIJE TRGOVINSKOG BILANSA

Devizni priliv se postiže putem izvoza robe i usluga. Bez deviznog priliva ne bi bilo moguće uredno odgvarati na finansijske obaveze prema inostranstvu. Rast izvoza je neminovnost i uslov održanja privrednog sistema.. U skladu sa značajem i kvantitetom ostvarenog izvoza Srbije analiza će biti fokusirana na spoljnotrgovinsku razmenu sa zemljama CEFTA I EU.

Zemlje CEFTA sporazuma su drugi po važnosti spoljnotrgovinski partner. Pokrivenost uvoza izvozom u razmeni Srbije sa ovim zemljama je 199,9%. Izvoz Srbije u zemlje potpisnice pokazuje rastući trend. U 2006. godini zemlje JIE učestvovala su u izvozu Srbije sa 36%, a u uvozu 14% ostvarujući suficit u robnoj razmeni. Izvoz Srbije u Region iznosio je u 2006. godini 2,3 milijarde, a uvoz 1,9 milijardi dolara i ostvaren je priliv 414 miliona dolara.

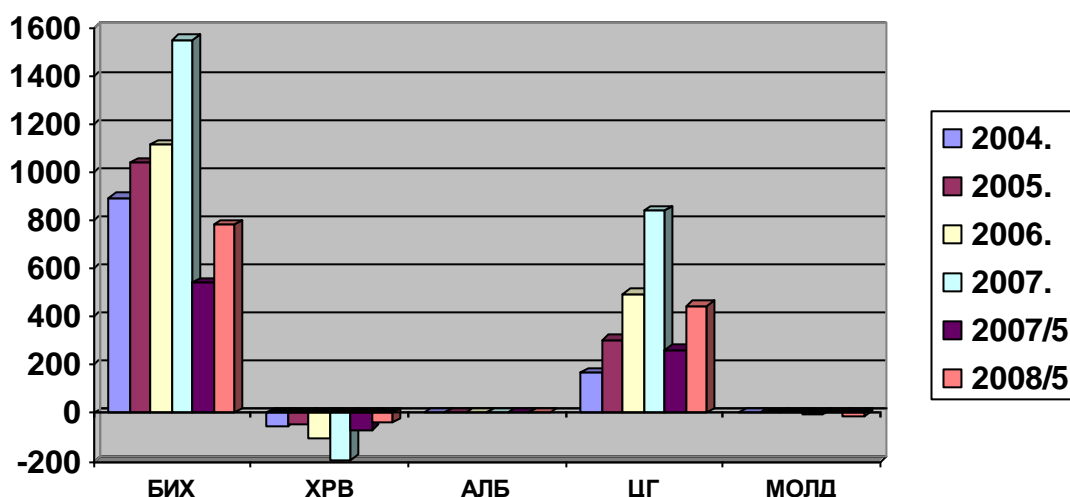
U 2007. godini nastavljena je tendencija rasta spoljnotrgovinske razmene sa Regionom. Izvoz u Region CEFTA u 2007. (bez Rumunije i Bugarske, koje su od 1.januara 2007. izašle iz CEFTA i ušle u EU) iznosio je 2,8 milijardi dolara, a uvoz 1,5 milijardi dolara, a suficit 1,3 milijardi dolara.

²³²Kovačević, R.(2010), "Ekonomski odnosi Jugoslavije sa inostranstvom", Ekonomski fakultet

U toku 2008. robna razmena je rasla brže u prvoj polovini godine, nego u drugom delu godine, kada stope dobijaju opadajući trend. Ovo se jednim delom može pripisati negativnim efektima svetske ekonomske krize. U prva dva meseca 2009. u odnosu na isti period prethodne godine, došlo je do snažnog pada robne razmene sa zemljama CEFTA regiona. Izvoz je iznosio 304,4 miliona dolara (pad od 34 % u odnosu na isti period prošle godine) dok je uvoz bio na nivou od 161,1 miliona dolara (pad za oko 37 %). Suficit u korist Srbije iznosio je 63,2 miliona dolara, a pokrivenost uvoza izvozom 189%. Ovakav pad u razmeni posledica je smanjenja uvozne tražnje u svim zemljama regiona. Glavne izvozne robe Srbije u 2009. su poljoprivredni proizvodi, pre svega žitarice i proizvodi od žitarica, kao i razne vrste pića. Najviše se uvozilo gvožđe i čelik, kameni uglj i energenti.

Bosna i Hercegovina je u 2008. godini postala najveće izvozno tržište Srbije u svet, a zatim slede Crna Gora, i Hrvatska sa kojom ima negativni saldo razmene .

Grafikon 3-27: Spoljnotrgovinska razmena sa zemljama CEFTA 2004-2008



Izvor: Autorski prikaz prema podacima PKS

Veoma bitna za održanje suficita (čak 90% suficita) na trgovinskom računu Srbije je sporazum o slobodnoj trgovini CEFTA. Struktura robne razmene Srbije sa ovim zemljama nije menjala pa su baza proizvodi crne i obojene metalurgije, hemijske industrije, poljoprivrede i prehrambene industrije, električna energija i poljoprivrednih proizvoda. Udeo industrijskih proizvoda u razmeni je na nivou od oko 76%, a poljoprivrednih oko 24 % (vidi tabelu)²³³.

²³³ Kovačević, M. (2004), "Ekonomsko-finansijski odnosi Srbije sa inostranstvom u periodu 2000-2003. godine", Ekonomski anali; 44(160):75-89.

Tabela 3-32: Struktura izvoza i uvoza Srbije po izvožno-uvožnoj destinaciji

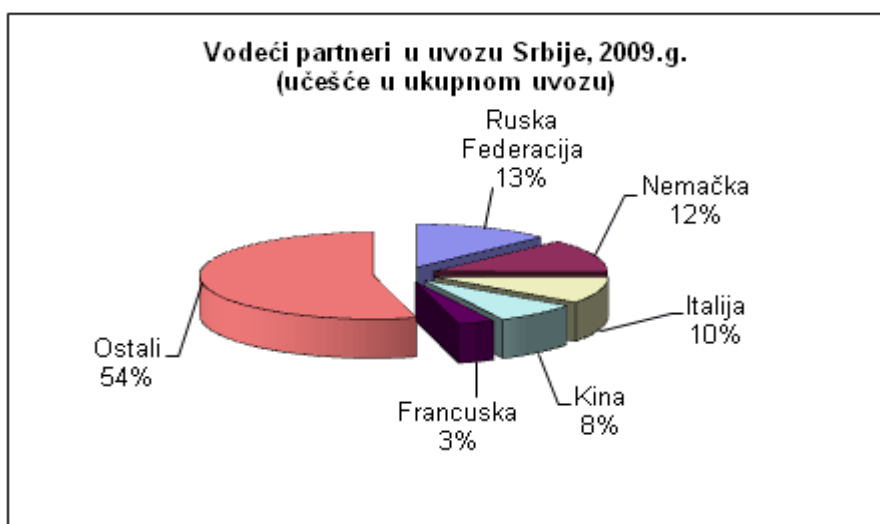
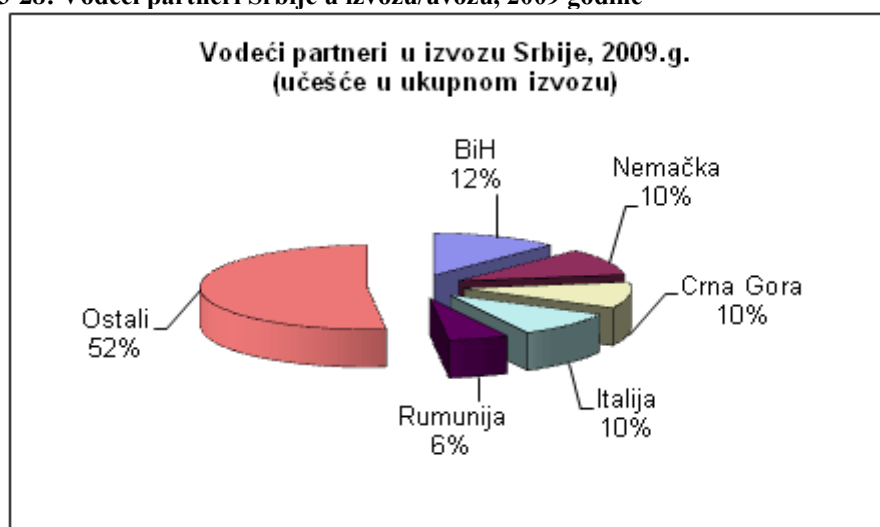
	Šta Srbija izvozi	Šta Srbija uvozi
Albanija	Gvožđe, el.energija, poljoprivredni proizvodi, hrana, lekovi	Naftini derivati, rezana građa, proizvodi od aluminijuma, obuća, tekstil, poljoprivredni proizvodi
BiH	Hrana, pića, gvožđe i čelik, lekovi	Rude i minerali, drvna rezana građa, obojeni metali
Bugarska	Obojeni metali, gvožđe i čelik, rude i minerali	Bakar, naftini derivati, ulja, obojeni metali, proizvodi od stakla
Crna Gora	Xrana i poljoprivredni proizvodi, meso i mesne prerađevine, gvožđe i čelik	Aluminijum, mineralna goriva, alkoholna pića, duvan, voće (agrumi)
Hrvatska	Goriva i maziva, el.energija, životinjske sirovine, mašine i transportna sredstva	Goriva i maziva, proizvodi od stakla, cigarete, veštačka đubriva, poluproizvodi različitih namena
Makedonija	Meso i mesne prerađevine, gvožđe i čelik, poljoprivredni proizvodi, obojeni metali	Alkoholna pića, lekovi, poljoprivredni proizvodi, poluproizvodi
Moldavija	Gotovi proizvodi od plastičnih masa, lekovi, poljoprivredni proizvodi, proizvodi od drveta	Ulje, tekstil, poluproizvodi od gvožđa, poljoprivredni proizvodi
Rumunija	Tekstil i obuća, mašine, oprema, minerali i goriva, proizvodi metalne i hemijske industrije, Poljoprivredni proizvodi	Mašine i transportna sredstva, goriva, mineralne sirovine, proizvodi hemijske i tekstilne industrije, poljoprivredni proizvodi

Izvor: Kovačević, M. (2004), "Ekonomsko-finansijski odnosi Srbije sa inostranstvom u periodu 2000-2003. godine", *Ekonomski anali*; 44(160):75-89.

Prikazana struktura spoljne trgovine Srbije sa zemljama jugoistočne Evrope više govori o robnoj razmeni zemalja koje su na nižem nivou privrednog razvoja, nego o privredama koje se nalaze pred vratima Evropske unije. Činjenica je da među ovim zemljama postoji slaba motivisanost za intenziviranje međusobne trgovine i nedovoljno dosledna težnja za unapređenje strukture te trgovine. Njihove ambicije u pogledu razvoja spoljnotrgovinskih odnosa su okrenute Evropskoj uniji.

Ključni spoljnotrgovinski partner Srbije je EU. Izvozna struktura domaćeg izvoza mora da se prilagođava zahtevima evropskog tržišta. Struktura nije još uvek u dovoljnoj meri prilagođena zahtevima istog iako EU tržište ima dominantno učešće u robnoj razmeni. Zbog visokog udela izvoza u EU u ukupnom izvozu Srbije očekivano je da sama uvozna tražnja EU u dobroj meri oblikuje ukupnu izvoznju strukturu privrede Srbije, odnosno da su promene do kojih dolazi u strukturi robnog izvoza Srbije dobrim delom posledica prilagođavanja domaće privrede uvožnoj tražnji njenih glavnih trgovinskih partnera, pre svega zemalja iz EU.

Grafikon 3-28: Vodeći partneri Srbije u izvozu/uvozu, 2009. godine



Izvor: Sajt Privredne komore Srbije, <http://www.rks.rs/Default.aspx?tabid=2415>

Oko 55% izvoza srpska privreda ostvaruje na tržištu Evropske Unije. Reč je uglavnom o primarnim i radno i resursno intezivnim proizvodima. Istovremeno ovi proizvodi predstavljaju osnovni izvor strukturne prilagodivosti srpskog izvoza potrebama EU. Uprkos povećanju indeksa podudarnosti, srpska izvozna struktura i dalje nije prilagođena potrebama EU. Značajno učešće u strukturi uvoza EU imaju tehnološko intezivni proizvodi (46,7%). Niska vrednost indeksa intraindustrijske trgovine ukazuje na nisku komplementarnost između ove dve privrede:

Tabela 3-33: Spoljnotrgovinska aktivnost između Srbije i EU

	2006	2007	2008
Koeficijent podudarnosti	0,40	0,47	0,48
Indeks intraindustrijske trgovine	0,40	0,41	0,42

Izvor: Izveštaj o razvoju, 2010

Što se tiče učešća Srbije u svetskoj strukturi izvoza i uvoza u 2008. ona zadržava svoje pozicije iz prethodne godine sa učešćem od 0,007% u svetskom izvozu i 0,14% u svetskom uvozu. Visoka uvozna zavisnost je uzrok bržeg rasta učešća u svetskom uvozu nego izvozu.

U strukturi srpskog izvoza dominiraju proizvodi niže faze prerade, uglavnom sirovine i poluproizvodi. Reč je pre svega o sektoru 6 SMTK, gde se svrstavaju tekstilni proizvodi i proizvodi metalske industrije. Perspektivu srpskog izvoza ne treba bazirati na ovom osnovu. U toku 2007. i 2008. dolazi do rasta srpskog izvoza na bazi proizvoda sa većom dodatnom vrednošću i većim stepenom finalizacije. Ohrabrujuća činjenica je porast uvoza tehnološki intezivnih proizvoda što bi u sledećem ciklusu moglo dovesti do kvalitativnog poboljšanja izvoza. Ipak srpski izvoz je i dalje na niskom nivou specijalizacije. "Koeficijenti specijalizacije (koncentracije) izvoza i uvoza u Srbiji ukazuju na širok asortiman u strukturi izvoza i strukturi uvoza. Poslednjih godina koeficijent specijalizacije je najviši tokom 2004. i 2006. i iznosi 1,18 u korist izvoza što pokazuje da se izvozni asortiman sužava".²³⁴ Ukoliko posmatramo kretanje troškovne konkurentnosti u posmatranom periodu od 2001-2009 godišnja stopa produktivnosti rada je iznosila je 5,9% što je u skladu sa rastom BDP-a od 5,23%. Izvozna konkurentnost raste kroz širenje tržišta, a ne kroz specijalizaciju (fišerov indeks), zahvaljujući širokom asortimanu izvoza. Izvoz pokazuje tendenciju sužavanja asortimana za rzliku od uvoza.²³⁵

Brojni su problemi i ograničenja uz koje izvoznici povećavaju robni izvoz. Možemo ih taksativno nabrojati:

- nedostatak obrtnog kapitala za finansiranje proizvodnje;
- nestašica sredstava za osiguranje izvoznih poslova;
- visoke kamatne stope na domaćem tržištu;
- inostrane banke prednost daju kreditiranju domaće potrošnje;

Država bi trebalo da igra aktivnu ulogu u obezbeđivanju sredstava za promovisanje izvoza, kao i obezbeđivanju sredstava za osiguranje kreditiranje izvoza. Prerađivačka industrija ima veliki potencijal da bude nosilac restrukturiranja privrede Srbije i sektor sa potencijalom za rast izvoza. Za dinamiziranje privrednog razvoja potrebno je: bazirati izvoz na proizvodima sa visokom dodatnom vrednošću. Takođe potrebno je raditi na

²³⁴Nešić, S. (2008), "Konkurentnost privrede Srbije", Radni document, SEF, <http://sef.rs>

²³⁵Ibid

poboljšanju investicione klime, aktiviranje potencijala slobodnih zona, obično su nosioci izvoza velika preduzeća dok je preduzetnički sektor na niskom nivou razvoja²³⁶.

3.4.3 ULOGA DRŽAVNIH INSTITUCIJA U SMANJENJU TRGOVINSKOG DEBALANSA

Nedograđen i nefunkcionalan pravni i institucionalni poredak u Srbiji predstavlja krupno razvojno ograničenje. Uključenje bilo koje institucije na listu institucija za podršku trgovanju po definiciji znači da ta institucija ima neke odgovornosti u pogledu njenog doprinosa rastu trgovine, bilo u regulatornom delu, delu kreiranja i sprovođenja politika ili ispunjenja međunarodnih obaveza zemlje. Uopšteno institucije koje pružaju podršku trgovanju delimo na sledećih nekoliko kategorija:

- Regulatorne – zakonski i fiskalni režim u kojem izvoznici posluju
- Administrativne – procedure koje se moraju ispoštovati da bi se roba izvezla
- Promotivne- intervencije i politike unapređenja izvoznih kapaciteta
- Razvojne – intervencije i politike unapređenja izvoznih kapaciteta

Neke institucije imaju ulogu u više navedenih aktivnosti. U zemljama u tranziciji unapređenje trgovanja putem regulatornih i administrativnih aktivnosti najčešće dominira nad ostalim aktivnostima. Promotivne aktivnosti su takođe zastupljene, ali se najčešće odvijaju na *ad hoc* bazi jer su finansijska sredstva često limitirana i ne planiraju se dovoljno unapred. Značajan rast izvoznog potencijala zahteva primenu svih elemenata kao podršku izvoznicima.

U tranzicionim zemljama, neki izvozni rezultati se mogu postići i unapređenjima u regulatornom i administrativnom okruženju jer je nasleđeni sistem sam po sebi komplikovan i birokratizovan. Eliminacijom nepotrebnih procedura svakako se olakšava pritisak na izvoznike, ali se samim tim ne uvećavaju njihovi izvozni proizvodi. Unapređenje i ciljane promotivne aktivnosti mogu dodatno pomoći razvoju postojećih potencijala srpskih izvoznika. Izloženost srpskih kompanija kupcima, putem trgovinskih sajmova, prodajnih misija i drugih promotivnih mehanizama će pomoći da se maksimizira marketabilnost postojećih izvoznih proizvoda. Međutim, ukoliko se ne preduzmu koraci kako bi se povećali i ojačali postojeći kapaciteti, nerealno je očekivati da bi stopa rasta izvoza mogla doseći nivo koji je potreban da se transformiše negativan trgovinski bilans. U tranzicionim zemljama, kao što je Srbija, unapređenje izvoznih performansi je češće rezultat unapređenih ekonomskih performansi nego njen uzrok.

Sledeća tabela objedinjuje ministarstva, vladine i nevladine agencije i privatne organizacije koje trenutno igraju neku od uloga u kreiranju trgovinskog okruženja u Srbiji. Neke su značajnije od drugih, ali sama činjenica da sve skupa ima oko 30

²³⁶Kovačević, R. (2006), "Mogućnosti i ograničenja porasta izvoza kao faktora platnog bilansa Srbije"., Bibliid 0025-8555,58, Vol. LVIII, br. 4

agencija ukazuje da je moglo doći do preklapanja nadležnosti. Kako bi rast izvoza postajao sve važniji instrument regeneracije srpske ekonomije, institucionalni okvir mora da dostigne izazove međunarodne konkurencije.

Tabela 3-34: Uloga i značaj pojedinih institucija u promovisanju izvoza

Regulatorne	Administrativne	Promotivne	Razvojne
Ministarstvo ekonomije	Privredna komora	Srpska agencija za promociju izvoza (SIEPA)	Ministarstvo ekonomije
Ministarstvo finansija	Carinska uprava	Ministarstvo poljoprivrede, šumarstva i vodoprivrede	Ministarstvo poljoprivrede, šumarstva i vodoprivrede
Ministarstvo trgovine i turizma	Zavod za standardizaciju	PKS	Republički fond za razvoj
Ministarstvo poljoprivrede, šumarstva i vodoprivrede	Eksportno – kreditna agencija (SMECA)	Nemačka agencija GTZ	Agencija za razvoj malih i srednjih preduzeća
	Agencija za kreditiranje izvoza Republike Srbije	Američka agencija USAID	Evropska agencija za rekonstrukciju (EAR)
		Američki projekat SEDP	SIEPA
		Savet stranih investitora	USAID
		Novosadski sajam	GTZ
		Program za promociju uvoza iz Švajcarske	UNDP

Autorski prikaz

Kao relativno mala zemlja Srbija bi trebalo da radi na objedinjavanju svih postojećih potencijala, kao i na njihovoj međusobnoj koordinaciji. Takođe ne treba zaboraviti i potencijal diplomatskih predstavništva van zemlje koja bi mogla da odigraju važnu ulogu u promociji srpskih proizvoda.

Takođe pored vladinog sektora, određen napor treba da ulože i nevladine organizacije. U tom smislu uloga Privredne komore Srbije (PKS) je veoma značajna jer učlanjuje sva preduzeća i preduzetnike. Ipak, postoji potreba da se istovremeno pristupi reformi PKS. PKS treba da bude protivteža Vladi, glas industrije, a u isto vreme vladin savetnik.

3.5 LIBERALIZACIJA KAPITALNOG RAČUNA

U borbi sa prilivom kapitala, Srbija je primenjivala jednu mešavinu mera koje su uticale na priliv *per se* (na pr. njihovu veličinu, ročnost ili trajanje) kao i na probleme koje donosi priliv kapitala (npr. postizanje ciljeva inflacije, velike fluktuacije deviznog kursa, pogoršanje tekućeg računa platnog bilansa ili finansijska stabilnost). Administrativne mere koje direktno utiču na priliv po prirodi su prudencijalne. Verovatno će biti postepeno smanjivane i ukidane, kako Srbija napreduje u ekonomskim integracijama. Kao i u drugim zemljama u tranziciji, ekonomska integracija (EU, OECD) ograničiće upotrebu administrativnih mera (npr. direktna kontrola kapitala, odlaganje liberalizacije).²³⁷

"Kapitalni i finansijski račun se sastoji od dve glavne komponente – kapitalnog računa i finansijskog računa. Glavne komponente kapitalnog računa su kapitalni transferi i nabavka/prodaja neproizvodne, nefinansijske aktive. Kapitalni transferi se sastoje od onih koji se tiču transfera vlasništva fiksne aktive; transfera finansijskih sredstava koji su povezani ili uslovljeni nabavkom ili prodajom fiksne aktive; ili poništenje, bez dobijanja ikakvih pandana zauzvrat, dugovanja od strane kreditora. U okviru finansijskog računa obuhvaćene su sve finansijske kategorije klasifikovane u skladu sa vrstom ulaganja (direktno ulaganje, portfolio ulaganje, ostalo ulaganje, rezervna aktiva). Ako je saldo kapitalno–finansijskog računa pozitivan, tada nam prikazuje strukturu finansiranja deficita tekućeg računa prema vrstama ulaganja, institucionalnim sektorima, instrumentima, ročnosti i sl".²³⁸

Tabela 3-35: Kapitalno-finansijski račun Srbije (u mil. USD)

	2007.	2008.	2009.	2010.
II. KAPITALNI RAČUN	-410,0	20,3	2,6	1,2
1. Prihodi	20,2	24,9	7,7	4,0
2. Rashodi	-430,2	-4,6	-5,2	-2,8
III. FINANSIJSKI RAČUN	7.098,8	10.633,3	2.937,6	2.710,7

²³⁷ Dragutinović, D. (2009), "Monetarna strategija (politika) u Srbiji ponovo na raskršnici", <http://www.docstoc.com/docs/20010317/Serbia-at-a-monetary-policy-cross-road>

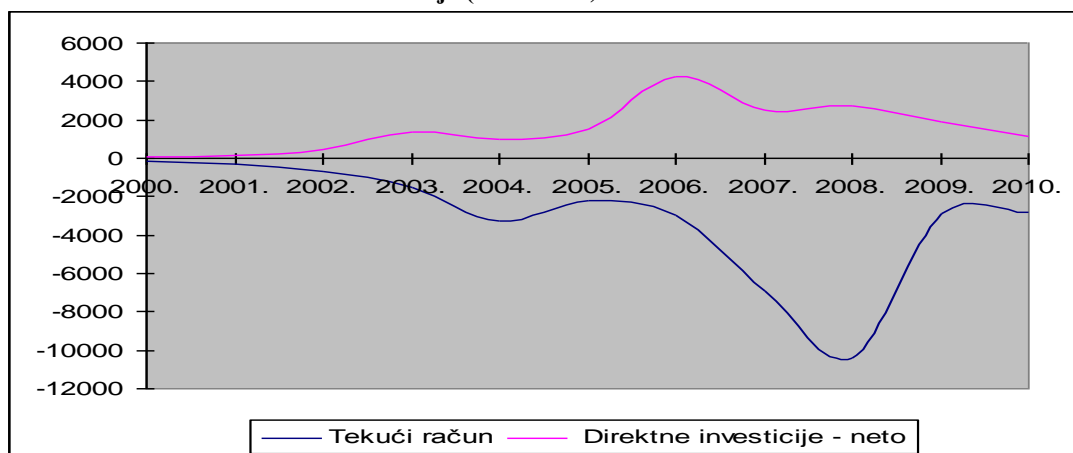
²³⁸ CBCG, "Analiza održivosti deficita tekućeg računa Crne Gore"(2008), <http://www.cb-cg.org> (Pritupljeno 13.6.2015)

1. Direktne investicije - neto	2.523,2	2.717,6	1.864,8	1.156,8
2. Portfolio investicije - neto	918,6	-134,2	-70,6	62,5
3. Ostale investicije	4.679,2	5.700,0	4.480,5	302,4
4. Sredstva rezervi	-1.022,3	2.349,9	-3.337,0	1.189,0
IV. GREŠKE I PROPUSTI-neto	242,8	-214,8	-81,3	83,0
UKUPNI BILANS	1.022,3	-2.349,9	3.337,0	-1.189,0

Izvor: NBS

Stavke finansijskog računa koje će se analizirati su račun direktnih investicija i ostalih investicija. Portfolio investicije su ograničenog priliva u prvom tranzicionom periodu. Već je poznat ambivalentan uticaj SDI na račune platnog bilansa. Naime, u prvim godinama SDI utiču na pogoršanje tekućeg računa uglavnom zbog uvoza opreme, sirovina i materijala potrebnog za proizvodnju. Što možemo smatrati pozitivnim efektom, jer pogoršanje trgovinskog računa uglavnom ukazuje na priliv proizvodnih investicija. Deo deficita tekućeg računa platnog bilansa ima samo-korigujući efekat, odnosno da će sa prestankom priliva SDI doći do značajnog smanjenja uvoza. U narednim godinama se očekuje nivelacija trgovinskog računa na konto povraćaja od tih investicija. U 2009. u odnosu na 2008. priliv na račun finansijskih transakcija bio je manji za 3,3 puta. Najveći deo priliva (73,8%) se odnosio na SDI. U odnosu na 2008. obim neto SDI je bio manji za 24,8%,. Udeo SDI u BDP, u 2008 iznosile su 5,4%, a u 2009 4,6%. Priliv SDI u 2010. godini iznosi 1.156,8 mlrd USD ili 1,8% BDP.

Grafikon 3-29: SDI i tekući račun Srbije (2000-2010)



Autorski prikaz

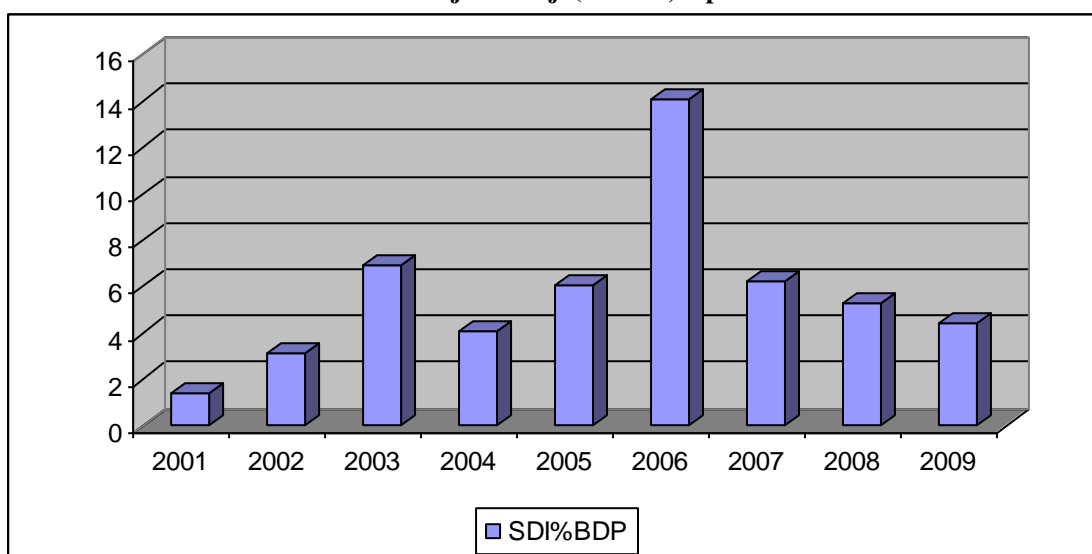
Tabela 3-36: Tekući račun i direktne investicije platnog bilansa Srbije, u mlrd USD, (2000-2010)

	2000.	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.
Tekući račun	-153	-280	-650	1.532	3.282	2.193	2.986	6.932	10.439	2.859	2.795
Direktne investicije - neto	50	165	475	1.360	966	1.550	4.264	2.523	2.718	1.865	1.157

Autorski prikaz

U periodu 2000-2010. SDI su iznosile 17.093 mlrd dolara. Uticaj krize je evidentan i na slab priliv SDI, što je oslika i ostalih zemalja Jugoistočne Evrope. Priliv SDI u Srbiju je dominantno bio motivisan kupovinom lokalnih monopola ili oligopola u oblasti finansija, proizvodnje cementa, cigareta, elemenata trgovine na malo i sl. "Priliv SDI u Srbiju je imao mnogo manji udeo proizvodnih u odnosu na uslužne delatnosti. Grubo procenjeno - u Srbiji je udeo priliva u primarni i sekundarni sektor iznosio oko jedne trećine ukupnog priliva, dok je u svetu iznosio dve petine. Tri četvrtine od ukupnog priliva bilo je skoncentrisano na ulaganja u finansijski sektor, trgovinu i saobraćaj-oblasti koje pospešuju rast uvoza".²³⁹ Ovaj trend je karakteristika i ostalih zemalja regiona.

Grafikon 3-30: Strane direktne investicije u Srbiji (% BDP) u periodu 2001- 2009



Autorski prikaz

Dominantna godina za priliv SDI je 2006. nakon koje se učešće SDI u BDP postepeno smanjuje. Postoji opcija da su strani investitori usled jakog pritiska na platni bilans ocenili da je u Srbiji nepovoljno makroekonomski ambijent za dalji nastavak investiranja istim tempom. Da bi se zaustavilo tehnološko zaostajanje privrede potrebno je povećati

²³⁹ <http://www.fren.org.rs>"III Restrukturiranje ili izvozna orijentacija privrede" *Postkrizni model ekonomskog rasta i razvoja Srbije 2011-2020.*

učešće investicija u BDP sa 18% BDP u 2009. na 25% BDP sa multiplikativnim dejstvom na spoljnotrgovinski bilans kroz povećanje izvoza.²⁴⁰

Sagledavanje investicija kao opredeljujućeg faktora ekonomskog razvoja posebno dobija na značaju proučavanjem ekonomske efikasnosti investicija. Efektivnost investicija izražava se odnosom između kapitala osnovnih materijalnih proizvodnih fondova i proizvodnje ili odnosom investicija i proizvodnje. Efikasnost upotrebe SDI ukazuje na intezitet strukturnih promena, a još uvek je na niskom nivou u odnosu na razvojne potrebe.

Tabela 3-37: Efikasnost investicija u Srbiji

	2001-05	2006-09	2001-09
Marginalni kapitalni koeficijent	2.6	4.5	3.4
Koeficijent efikasnosti, u %	38.2	22.3	29.7
Inkrementalni kapitalni koeficijent	3.0	6.1	4.1

Izvor: RZR, 2010

Marginalni koeficijent predstavlja odnos prirasta investicija prema prirastu proizvodnje. Njime se meri učinak investicija i utvrđuje koliko jedna jedinica investicija odbacuje novih jedinica proizvodnje. Marginalni koeficijent istovremeno pokazuje u kom se vremenu preduzeta investicija potpuno reprodukuje kroz ostvareni prirast proizvodnje. U našem slučaju, investicija se u roku 3,4 godina potpuno reprodukuje u odgovarajućem porastu proizvodnje.

"Analiza marginalnog koeficijenta, kao i koeficijent efikasnosti investicija pokazuju trend opadanja efikasnosti investicija u odnosu na početne godine tranzicije. Smanjenje efikasnosti ispoljava se u većem iznosu investicionih ulaganja neophodnim za ostvarenje prirasta BDP".²⁴¹ O investicijama u osnovna sredstva videti više u poglavlju „Poređenje sa zemljama u okruženju“, a zaključak je da čine mali deo upotrebe BDP-a.

Prema drugom reperu, indeksu tehnološke prednosti, Srbija je u 2009. zauzela 78. mesto što je u odnosu na 2008. pogoršanje za 17 pozicija, upravo zbog smanjenja SDI. Ono što je od suštinskog značaja za poboljšanje konkurentnosti srpske privrede je uvođenje nove tehnologije, a za ovakve projekte potrebna je finansijska podrška. Takođe potrebna su veća ulaganja u sektor razmenljivih proizvoda i izvozno orijentisanih proizvodnih investicija. Usled svetske ekonomske krize nakon 2008. godine opada učešće priliva SDI u osnovna sredstva. U Srbiji je to učešće opalo sa 70,7% u 2006. na 25,% % u 2008. U Bugarskoj je ta cifra prepolovljena (tabela).

²⁴⁰ MFIN. (2010), "Меморандум о буџету и економској и фискалној политици за 2011. годину са пројекцијама за 2012. и 2013. годину"

²⁴¹ Grubišić, Z., Marčetić, (2013), "Uticaj fiskalne i monetarne politike na eksternu neravnotežu Srbije", Ekonomske Teme, Ekonomski fakultet, Niš, eknfak.ni.ac.rs, str 21-35

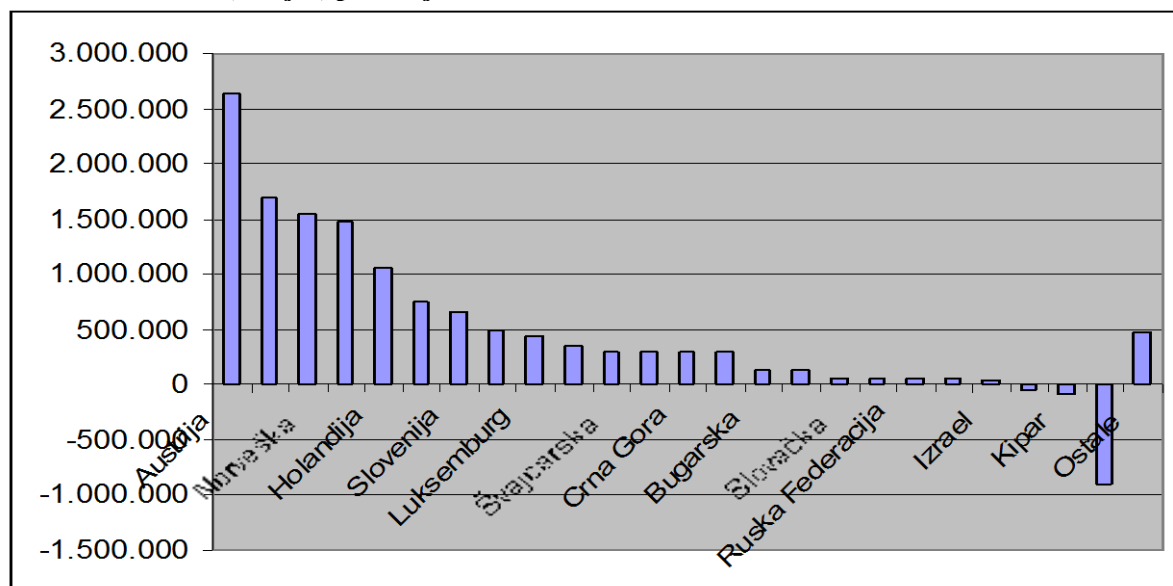
Tabela 3-38: Učešće priliva SDI u ukupnim investicijama u osnovna sredstva, u %

	2006	2007	2008
EU 27	19.4	23.4	13.0
Bugarska	93.4	99.5	55.3
Češka republika	15.6	24.7	20.6
Mađarska	38.5	27.2	27.2
Poljska	29.2	24.7	14.4
Rumunija	36.2	19.6	20.1
Slovačka	31.7	16.7	13.9
Slovenija	6.3	11.1	11.9
Albanija	10.2	17.1	20.8
BIH	23.5	54.1	21.2
Hrvatska	27.0	32.4	22.9
Crna Gora	104.9	93.6	80.1
Makedonija	36.7	47.2	33.5
Srbija	70.7	36.6	25.5

Izvor: UNCTAD, za Srbiju RZR

Na sledećem grafikonu su prikazane SDI prema zemljama investitorima.

Grafikon 3-31: SDI (u hilj. \$) po zemljama



Autorski prikaz prema podacima NBS

Zemlja koja je najviše uložila novca u Srbiju su Austrija, Grčka, Norveška, Nemačka, Holandija. Kapital iz Srbije je putovao u Bosnu i Hercegovinu, Kipar i Lihtenštajn. I u narednom periodu u pogledu rast srpske proizvodnje veliki podsticaj očekuje se od novih investicija. Najveća investicija odnosi se na „Fijat”, gde će brzina realizacije upravo povučenih sredstava iz kredita Evropske investicione banke, u iznosu od 500 miliona doprineti rastu BDP u narednom periodu.

Na kraju treba pomenuti da se strane direktne investicije mogu pomenuti i sa negativnom konotacijom. "Ulazak multinacionalnih kompanija osim podizanja konkurentnosti može izazvati eliminaciju domaće konkurencije. Ukoliko se radi o monopolskoj multinacionalnoj kompaniji koja svoj profit iznosi iz matične zemlje situacija se pogoršava. Motiv prisustva takvih kompanija na tržištu može biti zaobilazanje carina, korišćenje transfernih cena zbog poreskog smanjenja i tada efekat dobija na intezitetu. Zemlja uvoznica kapitala mora voditi računa da ne pruža previše poreskih olakšica stranim kompanijama jer tada dolazi do takozvanog efekta istiskivanja (*crowding out*) domaćih investicija. Prevelika konkurentna snaga multinacionalnih korporacija smanjuje sposobnost domaćih firmi za preduzimanje novih investicija. Akvizicije, naročito kroz privatizaciju, takođe mogu izazvati negativne posledice na domaću privredu u slučaju kada realizacija akvizicije doprinese stvaranju monopola. U slučaju stvaranja monopola značajno smanjuje otpornost domaće privrede na tržišne cikluse i promene strategija multinacionalnih korporacija"²⁴².

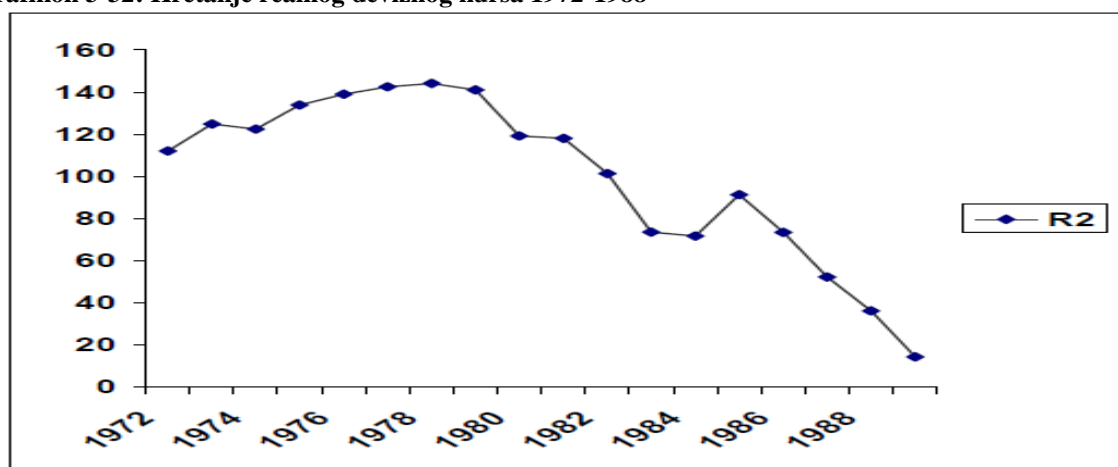
3.6 UTICAJ KURSA DINARA NA PLATNI BILANS

Bogata je istorija deviznog kursa u Srbiji. Varijacije koje su bile zastupljene kreću se od fiksnih do fleksibilnih režima, a aktuelno je mišljenje o opravdanosti uvođenja rigidnog modela. S obzirom na apostrofirani značaj deviznog kursa u ekonomskom bivstvovanju postavlja se pitanje uloge deviznog kursa na kreiranje platnobilansnog deficita. Devizni kurs i platni bilans u dijalektičkoj vezi, kao što smo teoretski dokazali u prethodnim poglavljima, ali treba utvrditi intezitet i posledice takvog međudejstva.

Zbog kontinuiteta u razmatranju bacićemo pogled na prethodne režime deviznog kursa. Nakon perioda fiksnog i višestrukih ceviznih kurseva 1973. godine, posle naftnog šoka, Jugoslavija zajedno sa mnogim zemljama uvodi fleksibilan devizni kurs. U fleksibilnom režimu devizni kurs je retko dostizao svoju realnu vrednost, već uglavnom bio u fazi apresijacije. To je uticalo na pogoršanje deficita tekućeg računa izrazito i postaje eklatantan u toku 1979. godine. U tom periodu 50% deficita se finansiralo iz unilateralnih transfera, dok se druga polovina finansirala iz kredita i deviznih rezervi. Ovaj deficit je doveo Jugoslaviju pred vratima MMF-a, pa je dogovoren *stand by* aranžman u cilju stabilizacije i strukturnog prilagođavanja.

²⁴² Kovačević, R. (2006), "Mogućnosti i ograničenja porasta izvoza kao faktora platnog bilansa Srbije"., Biblid 0025-8555,58, Vol. LVIII, br. 4

Grafikon 3-32: Kretanje realnog deviznog kursa 1972-1988



Izvor: NBS

Inflacije je podstaknula depresijaciju dinara što je negativno uticalo na ionako lošu poziciju u platnom bilansu i na neadekvatnu alokaciju resursa. Početkom osamdesetih stopa depresijacije postaje viša od inflacije jer se pokušavalo da se ubrzanom devalvacijama utiče na strukturu robne razmene. Ovaj period stimulanja izvoza poklapa se sa zahtevima MMF-a za promenom programa u cilju otplate naraslih dugova. Bez sistemskih mera uz neelastičan uvoz na promene deviznog kursa, ubrzana depresijacija je dodatno podrgevala inflaciju. Negativne tendencije su i visoka zavisnost od uvoza sirovina i repromaterijala. Devalvacije su imale pasivnu ulogu u politici platnog bilansa i nisu predupređivale neravnoteže nego su vršene isključivo u cilju saniranja već nastalih ravnoteža. I pored slede devalvacija - rast inflacije – ekspanzija novčane mase - nova devalvacija, kurs je bio precenjen u periodu vođenja politike fleksibilnog kursa 1973-1980 i nije se mogla obezbediti cenovna konkurentnost jugoslovenskog izvoza. Razlozi zašto ubrzana depresijacija nakon 1980-tih ne daje očekivane rezultate mogu biti sledeći: ograničene mogućnosti povećanja proizvodnje (sva akumulacija iz ostvarenog izvoza je išla na otplatu kredita), visoke uvozne zavisnosti, promene u strukturi tražnje konvertibilnog područja, ekspanzivna monetarna politika. Kurs se fiksira 1989. ali breme inflacije ostaje naredne decenije. Prema izveštaju MMF/a iz tog perioda (1988-89) depresijacija dinara koja je sprovedena u tom periodu je bila glavni razlog za kršenje inflacionog targeta. Drugi faktori koji su uticali na rast inflacije su liberalizacija cena, povećanje plata i nominalne kamatne stope. Akomodaciona monetarna politika je prema MMF-u glavni krivac za skok inflacije iznad zacrtanog targeta. Zbog institucionalne rigidnosti NBJ nije imala nikakav autoritet da bi uticala na ovakav splet događaja. Iako je depresijacija izazvala znatne platnobilansne probleme iza ovakvog ishoda se krije strukturna neusklađenost jugoslovenske privrede koja se razvijala na uvozno-supstitutivan način. Pored toga na lošu rezultantu devalvacije i inflacije je uticala i nekoegzistentna monetarna i fiskalna politika. Po izveštajima MMF-a (koji se nisu poklapali sa zvaničnim izveštajima NBJ) nakon 1989. dolazi do značajnog bega kapitala iz Jugoslavije što je i označilo početak kraja jedne države i njene ekonomske politike.

Politika deviznog kursa devedesetih je apsolutno pasivna i bez bilo kakvog uticaja na prilagođavanje platnog bilansa. Politika precenjenog kursa je stimulator uvoza. Ovaj period je nezahvalan za analizu zbog sankcija, ratova i, razlike između zvaničnog i tržišnog i ostalih problema sa kojima se privreda suočavala.

Zakasnela tranzicija u Srbiji počinje 2000-te u uslovima interne i eksterne neravnoteže zahtevajući hitnu makroekonomsku stabilizaciju sa deviznim kursom kao nominalnim sidrom. Dileme oko izbora deviznog kursa su postojale. Da bi se istrajalo u režimu fiksnog deviznog kursa potrebno je da privredni subjekti reduciraju troškove proizvodnje, poboljšavaju kvalitet i strukturu svojih proizvoda, a u isto vreme poreska i carinska politika moraju biti podsticajne. Mišljenja su podeljena oko primene fleksibilnog kursa zbog inflatornog kanala očekivanja. S jedne strane mišljenje je da male tranzicione ekonomije usled ranijih inflatornih iskustava i tradicionalno jakog uporišta u deviznom kursu kao nominalnom sidru svoja inflatorna očekivanja vezuju za devizni kurs. S druge strane inflaciono targetiranje vremenom doprinosi padu inflacionog očekivanja i indeksacije nadnice i cena unapred. Prednost fleksibilnog kursa je što neće doći do deficita u platnom bilansu i odliva deviznih rezervi (vidi tabelu).

Tabela 3-39: Faktori Pro i Contra režima deviznog kursa kao nominalnog sidra

Pro	e t	Contra
Relativno male i otvorene ekonomije;		Relativno velike i zatvorene ekonomije;
Snažna transmisija deviznog kursa na cene;		Relativno slaba transmisija deviznog kursa na cene;
Izražena neformalna finansijska dolarizacija/euroizacija;		Ne postoji neformalna finansijska dolarizacija/euroizacija;
Geografska koncentracija spoljnotrgovinskih aktivnosti sa zemljom sidra;		Geografska disperzija spoljnotrgovinskih aktivnosti;
Diversifikacija izvozne ponude;		Koncentracija izvozne ponude;
Sinhronizovanost poslovnog ciklusa sa zemljom sidra tj. podložnost simetričnim šokovima;		Nesinhronizovanost poslovnog ciklusa sa zemljom sidra tj. podložnost asimetričnim šokovima;
Relativno visok nivo deviznih rezervi za odbranu pariteta;		Nije neophodan visok nivo deviznih rezervi;
Izrazita podložnost monetarnim šokovima, (hiper)inflatorna prošlost i snažna inflatorna očekivanja.		Podložnost eksternim šokovima; (monetarnim i realnim), kao i domaćim realnim šokovima;

Autorski prikaz

Režim targetiranja deviznog kursa je zadržan nakon 2000-te, što je u okolnostima nasledene hiperinflacione prošlosti, nepoverenje u institucionalne mehanizme, visoke supstitucije valute bio logičan izbor. Uz liberalizaciju deviznog tržišta i druge institucionalne promene koje su usledile targetiranje deviznog kursa je donelo značajne rezultate na planu unutrašnje ravnoteže, a to je pre svega obuzdavanje inflacije i akumulacija deviznih rezervi. Treba naglasiti da u tekstu govorimo o *de facto* deviznom

kursu (*de jure* NBJ sa fiksnog prelazi na fleksibilni kurs 2001.godine) na osnovu posmatranja vremenske serije deviznog kursa gde on ne fluktuirao. Promena režima deviznog kursa i monetarne politike u Srbiji u periodu 2000-2009. godine izgledala je ovako:

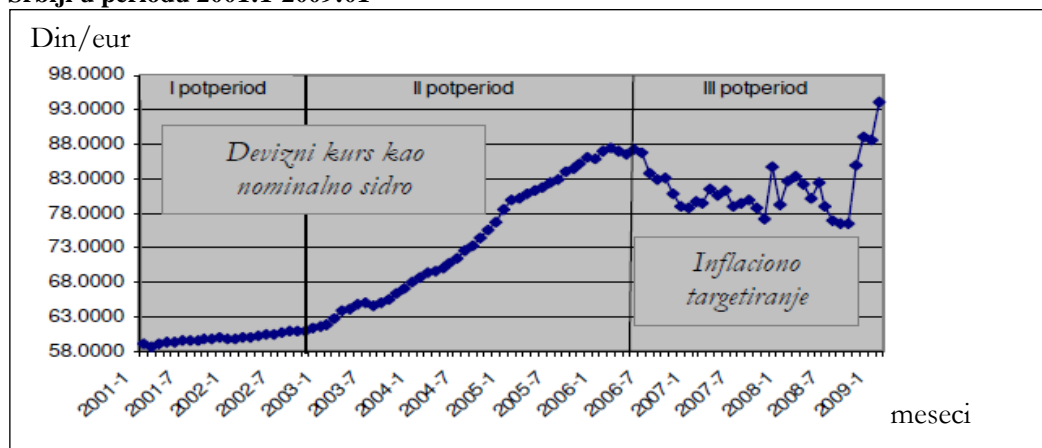
- prvi potperiod, 2001:01-2003:01:
 - režim deviznog kursa: konvencionalni fiksni paritet;
 - režim monetarne politike: devizni kurs kao nominalno sidro;

- drugi potperiod, 2003:01-2006:09:
 - režim deviznog kursa: središnji režim pokretnog pariteta (propraćen značajnom depresijacijom nominalnog deviznog kursa i rastom inflacije);
 - režim monetarne politike: hibridni, netransparentni monetarni okvir.

- treći potperiod, 2006:09-2009:01:
 - režim deviznog kursa: upravljano fluktuiranje;
 - režim monetarne politike: priprema za čisto inflaciono targetiranje - „meko” inflaciono targetiranje;

- četvrti potperiod, od 2009:01:
 - režim deviznog kursa: upravljano fluktuiranje;
 - režim monetarne politike: zvanično prihvatanje potpunog, „čistog” inflacionog targetiranja .

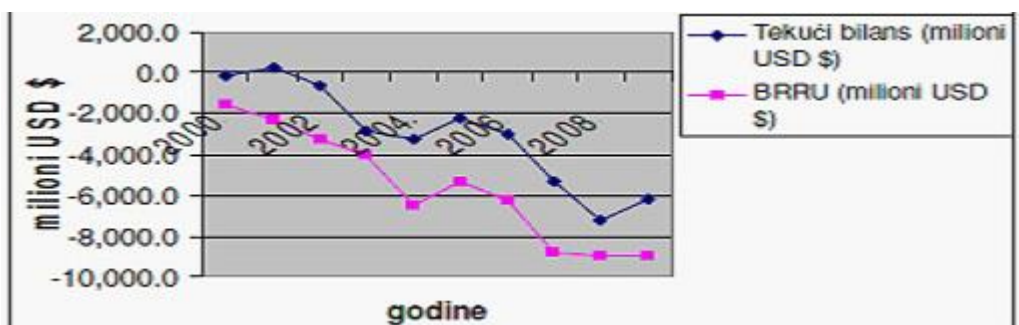
Grafikon 3-33: Identifikovani potperiodi kombinacije režima deviznog kursa i monetarne politike u Srbiji u periodu 2001:1-2009:01



Izvor: Pučar, E. (2010), “Upravljano fluktuiranje deviznog kursa u režimu inflacionog targetiranja u tranzicionim ekonomijama sa osvrtom na Srbiju”, Ekonomski fakultet Subotica

Potrebno je utvrditi da li postoji povezanost i uticaj različitih monetarnih režima na eksternu neravnotežu. Nakon što smo identifikovali monetarne režime i definisali vremenski okvir posmatranjem kretanja salda tekućeg i bilansa robne razmene u platnom bilansu Srbije za dati period utvrdićemo da li je došlo do značajnih promena.

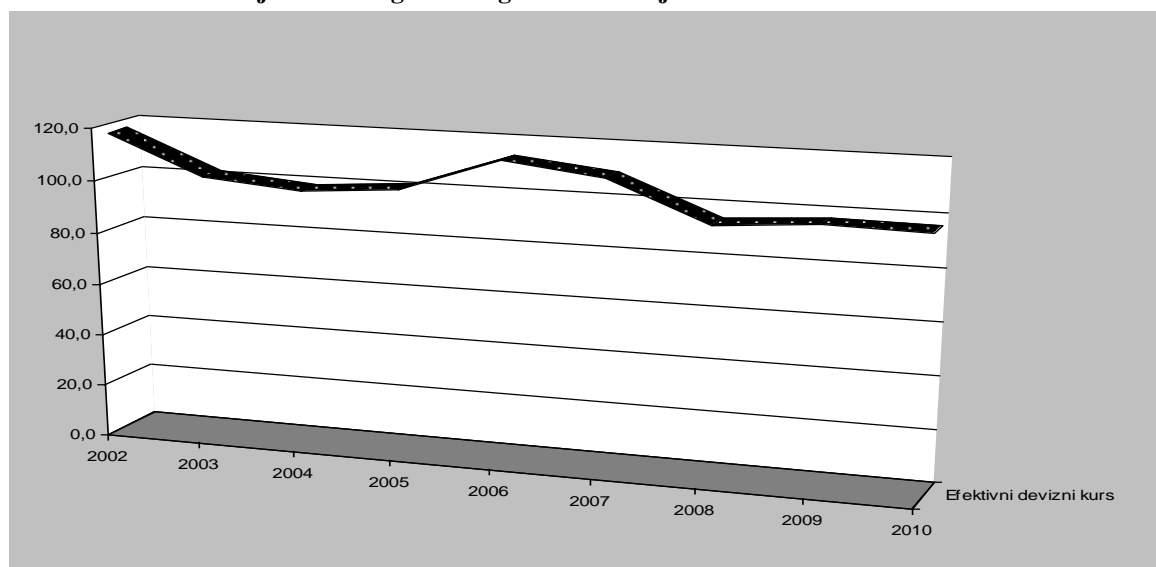
Grafikon 3-34: Saldo tekućeg i bilansa razmene roba i usluga u platnom bilansu Srbije u periodu 2000-2008 (u mil. USD)



Autorov prikaz

Od uvođenja konvencionalnog fiksnog pariteta do kraja trećeg perioda i upravljanoj fluktuiranja rast deficita tekućeg, a posebno bilansa razmene roba i usluga, je očigledan. Promene nominalnog sidra 2006. godine, nisu zaustavile takav trend. Deficit razmene roba i usluga je povećan sa 6271 miliona USD u 2006. godini na 9000 miliona USD 2008. godine, dok je deficit tekućeg računa povećan sa 2986 miliona USD u 2006. godini na 7200 miliona USD u 2008. godini. Procentualno učešće deficita tekućeg računa u BDP-u je povećano sa 9.8% BDP u 2006. godini na 17.5% u 2008. godini. Možemo zaključiti eksterna neravnoteža raste nezavisno od primenjenog režima deviznog kursa i monetarne politike. Monetarni režim i primenjeni režim deviznog kursa utiče na eksternu neravnotežu u onoj meri koliko je rezultat istih apresirani kurs. Naime, od početka tranzicionog procesa u Srbiji i režimu fiksnog deviznog kursa dinar je apresirao.

Grafikon 3-35: Kretanje efektivnog deviznog kursa u Srbiji 2001-2010



Autorski prikaz prema podacima NBS

Rastuća apresijacija realnog deviznog kursa i širenje deficita tekućeg bilansa istaknuti su kao ključni nedostaci odnosno troškovi upotrebe deviznog kursa kao nominalnog sidra. Nakon očigledne apresijacije realnog deviznog kursa i deficita tekućeg računa u periodu fiksnog kovencionalnog režima do 2003. ocenjeno je došlo do predugog održavanje precejenog pariteta. Vremenom primena fiksnog režima deviznog kursa dovodi do rastućih troškovi i opadajuće koristi, a to je apresijacija deviznog kursa, tj. rastući jaz između realnog i nominalnog deviznog kursa. Januara 2003. monetarne vlasti prelaze ka središnjem režimu gde devizni kurs ostaje nominalno sidro ali sa većom fleksibilnošću radi peglanja eventualnih apresijacija. Ovakav režim će trajati do 2006. godine. Iako je dinar značajno depresirao u odnosu na evro u ovom periodu to se značajnije nije odrazilo na efektivni devizni kurs. Apresijacija dinara je usporena ali i dalje značajna. Apresijacijski pritisci su bili izuzetni usled rekordnog priliva stranog kapitala. Deficit tekućeg računa je i dalje bio visok (saldo bilansa roba i usluga beleži drastičnije povećanje) dok je inflacija rasla pod pritiskom inflacionih očekivanja i jake transmisije deviznog kursa na cene. Viši nivo inflacije u odnosu na euro-zonu i dalje uzrok rastuće apresijacije realnog deviznog kursa, usled jakih inflatornih tendencija monetarne vlasti prepoznaju ovaj period kao momenat kada je potrebno primeniti izlaznu strategiju monetarnog režima deviznog kursa. Avgusta 2006. godine u "Memorandumom o novom okviru monetarne politike" (Narodna banka Srbije 2006), objavljena je nova monetarna strategija – inflaciono targetiranje i novi režimi deviznog kursa – upravljano fluktuiranje. Primarni instrument postizanja inflacionog targeta je referentna kamatna stopa. Narodna banka Srbije zvanično koristi dvonedeljnu, referentnu, repo kamatnu stopu kao glavni instrument monetarne politike, dok ostali instrumenti imaju samo sporednu ulogu i doprinose nesmetanoj transmisiji referentne kamatne stope na ključne makroekonomske indikatore²⁴³. Uslovi održanja monetarne stabilnosti su nezavisnost NBS, koordinacija monetarne i fiskalne vlasti i transparentnost. Godine „mekog“ inflacionog targetiranja 2006-2009 usled jakih šokova eksterne prirode su praćene ubrzanjem simultane inflacije tražnje i troškova koju možemo prepisati snažnoj kreditnoj aktivnosti banaka, visokim stopama rasta zarada i ekspanzivnoj fiskalnoj politici²⁴⁴. I nakon promene nominalnog sidra 2006. godine, evidentno je dalje pogoršanje eksterne neravnoteže. Apresijacija deviznog kursa je i dalje bila visoka iako je vrednost realnog deviznog kursa padala što dokazuje jake inflatorne tendencije.

Od 2008. kurs je u depresiranoj zoni. Stoga se čini da sa dosta izvesnosti možemo tvrditi da se dinar spustio na svoju poželjnu i srednjoročno održivu vrednost. Bitno je pomenuti da su i ostale zemlje na početku tranzicionog procesa iskusile realnu apresijaciju svojih valuta na koju su uticali:

- Ekspanzivna ekonomska politika (zajedno sa preuranjenom liberalizacijom i reformom poreskog sistema);
- Priliv kapitala,
- Balaša-Samjulsenov efekat;
- Socijalna uloga deviznog kursa.

²⁴³ http://www.nbs.rs/export/internet/cirilica/30/30_3/index.html.

²⁴⁴ Josifidis, Beker, Supić. (2008a,b,c), "Politička ekonomija zakasnele tranzicije u Srbiji: osam godina posle, a zatim?" Kuda ide Srbija, ostvarenja i dometi reforme, Ekonomski fakultet, Beograd

U velikom broju situacija teško je proceniti da li je apresijacija usledila zbog fundamentalnih faktora ili nekih drugih efekata uzrokujući detorijaciju konkurentnosti i debalans tekućeg računa. Roubini and Wachtel (1998) su mišljenja da apresijacija proističe iz promene fundamentalnih makroekonomskih varijabli i kao odgovor na prevelike realnu depresijaciju u prethodnom periodu i nije direktan uzročnik neodrživosti deficita tekućeg računa.

Jedan od razloga je i to što su tranzicione zemlje u većoj ili manjoj meri meta priliva stranog kapitala. Povećana likvidnost u nacionalnoj ekonomiji ima inflatorne tendencije jer veća ponuda strane valute podrazumeva i veću ponudu domaće valute. Centralna banka prinuđena da sterilise višak likvidnosti. Sterilizacija zahteva razvijeno finansijsko tržište, To je skupa procedura kojom centralna banka pomoću visokih stopa na kraju ponovo utiče na privlačenje novog kapitala. Priliv stranog kapitala u mnogim tranzicionim ekonomijama povlači za sobom izbor fleksibilnog kursa, što je učinila Srbija. U režimu fiksnog kursa sa visokim prilivom kapitala jedina opcija je kontrakciona fiskalna politika koja bi redukovala inflaciju i apresijaciju realnog kursa, ali u isto vreme bi gušila ekonomsku aktivnost. Iako poželjan i uobičajen proces u tranzicionim ekonomijama priliv stranog kapitala može odložiti rešenje ključnog problema - neophodnost depresijacije kao prirodan način održanja realnog deviznog kursa. Uticaj priliva kapitala ne može se smatrati fundamentalnim uticajem na apresijaciju deviznog kursa.²⁴⁵

Jedan od fundamentalnih činioca realne apresijacije u tranzicionim zemljama je i Balaša-Samjusenov (u daljem tekstu BS) efekat. BS efekat proističe, kao što je pomenuto u nekom od prethodnih poglavlja, iz rasta produktivnosti i rasta plata u sektoru koji je uključen u međunarodnu trgovinu i izložen konkurenciji (sektor razmenljivih dobara). Rast plata prati rast produktivnosti. Problem nastaje kod transmisije rasta plata na sektor nerazmenljivih dobara gde produktivnost nije porasla. Rast plata prevazilazi u ovom slučaju rast produktivnosti. Rast nivoa cena na nivou celokupne ekonomije veći je od rasta produktivnosti pa se kreira inflacioni diferencija u odnosu na zemlju sidra (rezultujuća inflacija dovodi do apresijacije realnog kursa). Empirijska istraživanja²⁴⁶ potvrđuju da je ovaj efekat naročito značajan za zemlje u procesu pridruživanja EU zbog akceleracije *catching-up* procesa. Postojanje BS efekta i njegovih inflatornih tendencija ide u prilog mišljenju da je apresijacija fundamentalnog karaktera. Uticaj BS efekta na inflaciju je ipak limitiranog karaktera (mali ratio nerazmenljivog sektora u CPI) na inflaciju u tranzicionim ekonomijama i kreće se u rasponu od 1.% do 2.% na godišnjoj bazi²⁴⁷. Za početak procesa konvergencije ova pojava je uobičajena, ali za dalji pravilan rast trebalo je ojačati sektor razmenljive robe.

Apresijacija realnog deviznog kursa (inflaciona inercija) proizilazi iz činjenice da su cene i nadnice nastavile da rastu iako je devizni kurs bio fiksiran. Rast nominalnih

²⁴⁵Josifidis, K., Beker, E., Supić, N. (2009), "Real exchange rate appreciation in transition economies", Department for European Economics and Business - Novi Sad Faculty of Economics - Subotica

²⁴⁶De Broeck and Slóck (2001)

²⁴⁷Za više informacija o uticaju BS na apresijaciju realnog deviznog kursa pogledati Egert (2005), Balasz et al. (2002); Wachtel (2004); Flek, Markova and Podpiera (2002).

nadnica u Srbiji je pratio rast inflacije, a u kombinaciji sa fiksiranim deviznim kursom to je značilo rast nadnica u evrima. Zahvaljujući ovakvom rastu standarda građani lakše dolaze do uvoznih dobara, ali se lakše zadužuju u inostranstvu kreditima sa inostranom klauzulom. Kreditima izazvana rastuća potrošnja doprinosi direktno deficitu tekućeg bilansa. Zbog nastalog zaduženja pod valutnom klauzulom i izrazitom finansijskom euroizacijom proizilaze problemi sa eventualnom depresijacijom koja bi dovela do bankrotstva. Možemo izvesti zaključak da je režim fiksnog pariteta predugo trajao i da se zakasnilo sa prelaskom na plivajući režim.²⁴⁸

Da bi režim inflacionog targetiranja bio efikasan u monetarnom sistemu mora da dominira kanal kamatne stope koji zbog visoke euroizacije nije dominantan. Što je veći deo ekonomije euroizovan, i pliće finansijsko tržište manji je prostor za delovanje domaće referentne kamatne stope. Na slabu transmisiju kanala kamatne stope deluje i nedostatak konkurencije među bankama. Na istu vrstu kredita banke su obračunavale visoke efektivne kamatne stope koje se mogu obrazložiti monopolskim položajem banke i nedovoljno osetljivom tražnjom na cenu finansiranja. Što se tiče domaće kreditne aktivnosti dominantan je uticaj Euribora zbog izraženog valutnog neslaganja. Preduzeća beleže visoku osetljivost na troškove kamatne stope, ali samo oko 20% izvora finansiranja se zasniva na kreditima koji zavise od kamatne stope centralne banke. U uslovima razvijenog finansijskog tržišta kanal kamatne stope transmituje se na cene obveznica/akcija/realne imovine, tj. na promenu tržišne vrednosti kompanija, odluke o investicijama, potrošnju domaćinstva. Vremenski aspekt između delovanja kanala kamatne stope i kanala deviznog kursa je različit. Zbog komplikovane transmisije kanala kamatne stope, kanal deviznog kursa je dominantan u Srbiji. Analiza prohodnosti deviznog kursa (*pass-through* efekta) se definiše u širem smislu kao procentualna promena cena nastala kao posledica jednog procentne promene nominalnog deviznog kursa. Jačina prohodnosti deviznog kursa (*pass-through* efekta) zavisi od veličine i stepena otvorenosti privrede.²⁴⁹ Usled visokog učešća spoljnotrgovinskih aktivnosti u BDP, depresijacija deviznog kursa veoma brzo deluje na potrošačke cene putem direktnog poskupljenja uvoznih proizvoda u potrošačkoj korpi i putem poskupljenja uvoznih inputa (direktni kanal transmisije promene deviznog kursa). Iako je prohodnost deviznog kursa ispod jedinice (0,5) znatno veći efekat tokom depresijacije domaće valute, dok je niži tokom apresijacije domaće valute. Ovo nalaženje nije iznenađujuće, imajući u vidu da možemo očekivati da se cene kreću uporedno sa deviznim kursom tokom depresijacije (zbog učešća uvoznih dobara u indeksima cena), dok su cene rigidne na dole tokom apresijacije.

Depresijacija nema značajan efekat na visoko evroizovanu srpsku privredu. U takvoj privredi postavlja se pitanje *cost-benefit* analize. Neretko opterećenost bilansa stanja kompanija u uslovima gde je zaduženost u evrima, a prihod u dinarima deluje kontrakciono. Prilagođavanje privrede se dešava kroz smnjenje agregatne tražnje, a ne kroz rast izvoza.

Možemo da zaključimo da zbog cijanja inflacije podizanjem repo kamatne stope dolazi do apresijacije deviznog kursa i privlačnija portfolio kapitala, što se manifestuje kroz

²⁴⁸Miljković i Vučković (2006)

²⁴⁹Tasić, N. (2008), "Pass-through deviznog kursa na cene u Srbiji: 2001-2007", NBS, Radni papiri, br. 1

deficit na tekućem računu. U Srbiji stvari tako i funkcionišu: depresijacija - rast kamatne stope - depresijacija i na kraju se postiže inflacioni target. Rešenje za ovaj začarani krug bi se moglo naći smanjenjem visoke euroizacije putem jačanja kredibiliteta monetarnih vlasti, ali je u pozadini ponovo realna ekonomija dok monetarni sistem samo sanira nepravilnosti.²⁵⁰

"Da bi konačno došli do dugo traženog zaključka da li je depresirani kurs direktni krivac za eksternu neravnotežu ili, drugim rečima, da li bi depresijacija deviznog kursa optimalno uticala na smanjenje takvog balansa potrebno je ispitati ispunjenosti Maršal-Lernerove teoreme tj. ispitati elasticitete srpskog izvoza i uvoza. Da bi se trgovinski račun poboljšao vrednost izvoza u domaćoj valuti mora premašiti procenat realne depresijacije, što će biti slučaj ako je elastičnost izvoza veća od jedinice. Ukoliko elasticiteti nisu veliki, relativno drastične devalvacije su potrebne da bi se se korigovali mali trgovinski deficiti. Ukoliko se oslonimo na studiju NBS (Zdravković, Tasić, 2008), izvoz više reaguje na promenu u svetskoj tražnji nego na depresijaciju realnog deviznog kursa (ocenjena elastičnost izvoza na realni kurs iznosi oko 0.5), dok je uvoz neelastičan na promene deviznog kursa. Alternativne varijante vezane za depresijaciju deviznog kursa (Malović, 2008), predlažu 30% smanjenje vrednosti²⁵¹. Logika ovog predloga je da malim zemljama sa niskim kredibilitetom monetarnih vlasti i bogatom istorijom devalvacije, ne bi koristile bojažljive devalvacije usled kretanja očekivanja budućih devalvacija (Krugman, 2010)²⁵². Takođe M-L uslov pretpostavlja, naslanjajući se na prethodno, da je devalvacija uspešna ukoliko je vrednost proizvodnje veća od vrednosti ukupne tražnje ili absorpcije. Da se podsetimo egzistirajućeg proizvodnog gępa, pa samim tim nije moguće u kratkom roku usmeriti absorpciju sa uvoznih na domaće proizvode, čime bi devalvacija samo dodatno pogoršala internu ravnotežu"²⁵³. "Očekujemo da povećana domaća proizvodnja smanjuje uvoz, ali uvoz u dugom roku prikazuje veoma malu osetljivost na promene realnog efektivnog uvoznog kursa i na promene domaće proizvodnje. Npr. povećanje domaće proizvodnje od samo 1% dovelo bi u dugom roku do smanjenja uvoza prerađanih proizvoda za nešto ispod 10% i do smanjenja uvoza hemijskih proizvoda za nešto iznad 10%. Udeo ova dva sektora u ukupnom uvozu izneo je 33,7% u maju 2008. godine."²⁵⁴. Ipak, izvoz po pravilu nije rastuća funkcija ni dohodka ni pojeftinjenja u stranoj valuti ukoliko izvozni kapaciteti privrede i njena konkurentnost na svetskom tržištu ne može da odgovori zahtevima kupaca. Zemlje koje u svom izvoznom višku polaze od primarnih proizvoda, imaju preduslov da devalvacija ne odigra ulogu koja se od nje očekuje. U literaturi preovladava mišljenje da svaki procenat devalvacije "vuče" 0.3-0.4% inflacije. Trade off u Srbiji je niska inflacija, a ne smanjenje deficita na tekućem računu. Ako se doda da

²⁵⁰ Dragutinović, D. (2008), "Moć i nemoć monetarne politike u uspostavljanju ravnoteže između platnobilansnih ciljeva i ciljeva inflacije", NBS WP

²⁵¹ Malović, M. (2008), "On Balance of Payments Crisis in Serbia: If it ain't broken, why fixing it might still be good idea", *Economic Analysis*, 41 (1-2)

²⁵² Krugman, P. (2010), *Povratak ekonomije depresije i svetska kriza 2008*, Heliks, Beograd

²⁵³ Marčetić, M. Grubišić, Z. (2013), "Održivost deficita tekućeg računa Srbije na dugi rok" *Ekonomski anali*, Ekonomski fakultet, Subotica; Vol 49, www.eknfak.ni.ac.rs

²⁵⁴ Tasić, N., Zdravković, M. (2008), "Osetljivost srpskog izvoza i uvoza na promene deviznog kursa u dugom roku", NBS, WP, www.nbs.org.rs

ponuda inputa ima uvozni karakter, poskupljenje uvoza zbog devalvacije ima dodatni troškovni karakter²⁵⁵.

Iz sledeće tabele vidimo da ocena koeficijenta uz realni izvozni kurs ima statistički značajnu vrednost i očekivan znak u 5 od 10 grupa, tj. sektora.

Tabela 3-40: Ocena dugoročne elastičnosti funkcije izvoza (priliva novca)

	Realni efektivni izvozni kurs	Indeks svetske tražnje	Φ^X	Konstanta	\bar{R}^2
Ukupno	0,507 (2,193)**	0,658 (3,178)***	1,769 (3,419)***	5,158 (4,842)***	0,397
Hrana	0,336 (0,988)	0,858 (1,937)*	2,317 (7,299)***	3,247 (1,764)*	0,587
Piće i duvan	1,401 (2,285)**	0,996 (1,573)	3,555 (10,295)***	-4,366 (-2,876)***	0,650
Sirove nejestive materije	0,377 (5,087)***	0,782 (8,153)***	0,847 (12,216)***	2,049 (8,554)***	0,749
Mineralna goriva i maziva	4,391 (2,412)**	-0,760 (-0,631)	5,777 (10,226)***	-8,866 (-2,395)**	0,721
Životinjska i biljna ulja i masti	-0,735 (-0,582)	4,874 (3,008)***	2,172 (5,513)***	-14,000 (-2,978)***	0,498
Hemijski proizvodi	1,151 (4,191)***	0,242 (1,348)	1,728 (2,256)**	2,146 (4,325)***	0,257
Prerađeni proizvodi	1,039 (3,291)***	0,538 (1,946)*	2,147 (2,686)***	2,408 (3,657)***	0,240
Mašine, aparati i trans. uređaji	-0,365 (-0,637)	1,434 (2,248)**	2,783 (4,897)***	3,143 (1,947)*	0,451
Razni gotovi proizvodi	0,259 (0,872)	0,627 (2,187)**	2,169 (2,537)**	4,399 (3,716)***	0,351
Proizvodi i transakcije	0,340 (0,668)	-8,683 (-8,736)***	0,976 (12,498)***	41,087 (11,874)***	0,813

Izvor: Tasić, N., Zdravković, M. (2008), "Osetljivost srpskog izvoza i uvoza na promene deviznog kursa u dugom roku", NBS, WP

Napomena: Zavisne promenljive i indeksi svetske tražnje su desezonirani i transformisani u prirodne algoritme. Realni afektivni devizni kurs je transformisan u prirodne algoritme. U zagradama ispod ocene koeficijenata prikazane su t-vrednosti. *označava statističku značajnost na nivou od 20%, **na nivou od 5% i *** na nivou ispod 1%

Tako bi, na primer, realna deprecijacija efektivnog izvoznog kursa od 5% dovela u dugom roku do rasta izvoza za 2,53% mesečno. "Iako ova računica pomaže pri

²⁵⁵Marčetić, M. Grubišić, Z. (2013), "Održivost deficita tekućeg računa Srbije na dugi rok" Ekonomski anali, Ekonomski fakultet, Subotica; Vol 49, www.eknfak.ni.ac.rs

ilustraciji rezultata vezanih za izvoz, kreatori ekonomske politike treba da razmotre ostale posledice deprecijacije kursa. Podsetimo se da očekujemo da povećana svetska tražnja utiče na porast izvoza. Elastičnost ukupnog izvoza nešto je ispod medijane statistički značajnih grupa proizvoda, i ukazuje da bi rast svetske tražnje od 5% u dugom roku povećao srpski izvoz za oko 3,29".²⁵⁶

Stoga, smanjivanje vrednosti dinara može imati značajne negativne posledice po makroekonomsku stabilnost (rast cena, bilanse poslovnih banaka, zaduženost stanovništva i preduzeća, itd.), a bez značajnog uticaja na spoljnu trgovinu. Smatramo da država najefikasnije može poboljšati spoljnotrgovinska kretanja kroz umeren rast penzija i zarada u javnom sektoru sa oslonom na dugoročni realni devizni kurs. Pad kursa dinara bi sigurno uticao na poboljšanje tekućeg bilansa, međutim takav trend postaje nebitan ukoliko se ukupna štednja ne poveća relativno u odnosu na investicije (pod investicijama se ne računa samo ulaganje u osnovna sredstva i infrastrukturu već i javnu potrošnju).

"Očigledno, eksterna neravnoteža je nezavisna od primenjenog režima deviznog kursa i monetarne politike, ukazujući na činjenicu da je ista strukturni problem. Identifikujući primenjene režime deviznog kursa sa odgovarajućim nominalnim sidrom nismo utvrdili bitnu korelaciju sa deficitom tekućeg računa. Indikator deficita nije reagovao na promenjene okvire monetarnog režima. Ono što je relevantno je apresijacija deviznog kursa koja traje od početka tranzicionog procesa".²⁵⁷ Kao što smo napomenuli na apresijaciju je uticao priliv SDI, fundamentalne okolnosti (priroda tranzicionog procesa, rast produktivnosti, BS efekat), ekspanzivna fiskalna politika. Učinak apresijacije je relativiziran s obzirom na relativnu ispunjenost Maršal-Lernerovog kriterijuma. Problem deficita možemo sagledati iz ugla nedovoljnog i nepovoljno diverzifikovanosti izvoza, niske cenovne konkurentnosti, strukturnih poteškoća privrede. Devizni kurs je samo refleksija čitave ekonomije. Na kraju nije zgoreg pomenuti politički orijentisanu tezu koja potencira da „mogućnost predatorskog ponašanja privilegovanih društvenih subjekata postaje prominentno ukoliko je društvena moć nejednako podeljena“. Politika precenjenog dinara praktično osposobljava krupne monopoliste uvoznog sektora da dobiju ne samo dodatnu vrednost, nego i da predatorski prisvoje dodatnu vrednost drugih ekonomskog subjekata. Ekonomija sa datom institucionalnom matricom i formalnim i neformalnim normama je servis za podršku postojećoj birokratiji. Jedina moguća promena deviznog kursa je moguća ukoliko se promeni odnos između vladajuće strukture i uvoznog lobija. Dogle, najbolji mehanizam i praktično sredstvo za borbu protiv uvoznog lobija bi bio dodatni porez od poreskih subjekata koji uživaju ekstremne koristi od nominalnog deviznog kursa NBS i na taj način dalje reafirmisati inferiorne socijalne slojeve.²⁵⁸

Zaključak koji proističe je da tokom desetogodišnjeg tranzicionog procesa devizni kurs nije formiran dominantno na bazi tržišnih zakona i nije slobodno fluktuirao. "NBS je

²⁵⁶ <https://www.nbs.rs>, " Osetljivost srpskog izvoza i uvoza na promene deviznog kursa u dugom roku ", NBS, WP (pristupljeno 7.7.2016)

²⁵⁷ Marčetić, M. Grubišić, Z. (2013), "Održivost deficita tekućeg računa Srbije na dugi rok" Ekonomski anali, Ekonomski fakultet, Subotica; Vol 49, www.eknfak.ni.ac.rs

²⁵⁸ Kitanović, D., Krstić, M. (2010), "The Impact Of Foreign Exchange Rate On The Economic Growth Of Serbia"., Ekonomski fakultet Niš, Ekonomske Teme, godina XIVIII, broj 1

intervenisala na deviznom tržištu svaki put kad je procenila da je ugrožena finansijska stabilnost tržišta. Pored repo kamatne stope koristila je stopu obavezne rezerve i intervencije na deviznom tržištu. U uslovima ekspanzivne fiskalne politike i umereno restriktivne monetarne politike devizni kurs nije bio realan. Značajna aprecijacija dinara u većem delu tranzicionog perioda delovala je istovremeno na smanjenje inflacije i na smanjenje konkurentnosti privrede i izvoza i na rast uvoza i deficita tekućeg računa. Smanjenje precenjenosti dinara zahtevalo je ubrzanje strukturnih reformi, povećanje konkurentnosti privrede i restriktivnu fiskalnu politiku. Nivo kursa treba da podstiče izvoz radi održivosti spoljnotrgovinskog i tekućeg deficita, kao i da podstiče ulaganja u izvozno orijentisani industrijski sektor gde su relativno niski troškovi kvalifikovane radne snage²⁵⁹ ali ne sme da bude u koliziji sa cenovnom stabilnošću. Razume se da rešenje problema za izvoznike se ne nalazi samo u depresijaciji valute, jer im to pomaže samo na kratak rok. Na dugi rok jedino rešenje je u snižavanju troškova i poboljšavanju kvaliteta poslovanja. Problem depresijacije je dodatno zakomplikovan visokom evroizacijom privrede, ali i delovanjem pazos-simonsenovog mehanizma. Kurs utiče na cene kroz inputske troškove i pogoršanjem odnosa razmene. Cene neposredno utiču na rast plata. Problem nastaje ako rast plata ne prati rast produktivnosti jer se aktivira poznati mehanizam plate – cene proizvođača -maloprodajne cene. Budući da se rast plata ugrađuje ponovo u izvozni proizvod nanovo se smanjuje konkurentnost. Predlog može biti stabilizovanje dinara na nižoj, prihvatljivoj vrednosti koja omogućava, na srednji rok da neto izvoz postane mnogo značajniji generator rasta u Srbiji uz smanjenje potrošnje ka štednji i investicijama.

3.7 DOMETI MONETARNE POLITIKE U REŠAVANJU PLATNOBILANSNIH PROBLEMA

Ukoliko se bavimo uticajem monetarne politike na spoljnotrgovinski bilans neophodno je imati u vidu sledeće činjenice. “Monetarna politika ne utiče na dugoročni trend realnog kursa, već samo na oscilacije oko trenda. Trend izvoza i uvoza, zbog toga, nisu definisani akcijama monetarne politike, već fundamentalnim faktorima, kao što su produktivnost, strukturne reforme, SDI, javna potrošnja. Domet monetarne politike, prema tome, svodi se na oscilacije izvoza i uvoza oko srednjoročnog trenda. Dakle, centralna banka utiče na spoljnu trgovinu, samo u meri u kojoj utiče na realni kurs”.²⁶⁰

Međuzavisnost monetarne politike i platnog bilansa se može pratiti preko korelacije neto inostrane aktive i primarnog novca i novčane mase, i dinamika deficita tekućeg

²⁵⁹ Bošnjak, M. (2011), “Rezultati i izazovi ekonomskih reformi u Srbiji u tranzicionom periodu 2000-2008”, Studija za Ministarstvo finansija, www.mfin.gov.rs

²⁶⁰ Dragutinović, D. (2008), “Moć i nemoć monetarne politike u uspostavljanju ravnoteže između platnobilansnih ciljeva i ciljeva inflacije”, Narodna banka Srbije, http://www.nbs.rs/export/internet/latinica/90/90_0/mon_politika_DD_032008.pdf

platnog bilansa koji u tom slučaju nije autonomna kategorija. Promena deficita tekućeg bilansa je zavisno promenljiva u odnosu na neto uvoz kapitala, uključujući otplate po spoljnom dugu. Tako, na primer, eventualno smanjenje neto uvoza kapitala deluje putem mehanizma smanjenja neto inostrane aktive centralne banke, smanjenja primarnog novca i novčane mase, kao i, posredstvom opadanja spoljne vrednosti nacionalne valute, na smanjenje deficita tekućeg platnog bilansa. Suprotno tome, porast neto uvoza kapitala ima za posledicu porast neto inostrane aktive centralne banke, porast primarnog novca i novčane mase i porast međunarodne vrednosti nacionalne valute, što se u krajnjem reflektuje na rast deficita tekućeg platnog bilansa.

U nastavku teksta ispitujemo efikasnost monetarne politike i njenih instrumenata u borbi sa inflacijom. Ukoliko je njena efikasnost ograničena, postavlja se pitanje da li je veća šteta napravljena privrednom rastu kroz smanjenje privredne aktivnosti nego što je imala efekat na ograničavanje inflacije. Cilj nam je da dokažemo da je monetarna politika služila kao preveliki oslonac u regulisanju agregatne tražnje. Stopa inflacije u Srbiji u svim godinama bila je iznad nivoa u sličnim zemljama, što pokazuje da monetarna politika nije bila uspešna. Težišta monetarne politike menjala su se od kamatne stope do kursa - u nastavku ćemo videti koliko su delotvorni.

Kao dominantni kanal realizacije monetarne politke su kanal deviznog kursa i kanal kamatne stope. Možemo reći da kanal preko realnog deviznog kursa utiče na tzv. intratemporalnu, a kamatni kanal na intertemporalnu distribuciju tražnje. Jednostavnije rečeno, potrošači na bazi kretanja realnog deviznog kursa, tj. relativnog odnosa domaćih i stranih cena, u jednom vremenskom periodu donose odluku da li će „konzimirati“ domaću ili stranu robu, dok na bazi visine kamatne stope donose odluku da li će „konzimirati“ sada ili kasnije. Uobičajeno je da je kanal realnog deviznog kursa u zemljama u tranziciji jači je od kamatnog kanala. Kao što je poznato jedno sredstvo ekonomske politike se koristi za ispunjenje samo jednog cilja ekonomske politike. U trenutku izbora između depresijacije deviznog kursa i niske inflacije *trade off* u Srbiji je bio niska inflacija. To je uglavnom izbor u tranzicionim ekonomijama jer se deficit tekućeg računa smatra kao deo fundamentalnih promena. Drugačiji odabir bi verovatno zbog visokih inflacionih očekivanja tržišnih učesnika pokrenuo spiralu rasta zarada i cena (kroz delovanje pazos-simonsenovog mehanizma), povećao zahteve za većom naknadom na štedne uloge, što rezultira višim dugoročnim kamatnim stopama i usporavanjem rasta, itd. Visoka inflacija ima i druge negativne efekte, negativno utiče na privredni rast, razara vrednost dohotka, povećava troškove. Takođe, očekivanja inflacije se ugrađuju u donošenje odluka privrednih subjekata. Lako ćemo se složiti uz ovakvu argumentaciju da je restriktivna monetarna politka neophodna u periodu tranzicionih procesa, niskog kredibiliteta vlasti, jakih inflatornih talasa.

Indeks monetarne restriktivnosti je "način da se prikaže uticaj monetarnih uslova na opšti nivo cena i proces inflacije. Preko tog indeksa moguće je pratiti promene stepena restriktivnosti, odnosno ekspanzivnosti monetarne politike u odnosu na prethodno utvrđeni bazni period".²⁶¹ Kretanje deviznog kursa i kamatnih stopa značajni su faktori koji utiču na procenu inflacije. Dok devizni kurs najviše utiče na segmente ekonomske aktivnosti vezane za spoljnu trgovinu, kamatne stope utiču na potrošnju i investicije.

²⁶¹ www.nbs.rs

Njihov kombinovani efekat na realni sektor odražava monetarne uslove i opisuje se kao monetarna restriktivnost ili ekspanzivnost.

Tabela 3-41: Uticaj kamatne stope i deviznog kursa na kretanje IMR

Δi^* ↓ pad kam. stope ↑ rast kam. stope	Δe^{**} ↓ depresijacija ↑ apresijacija	Monetarni uslovi ↓ ekspanzivnost ↑ restriktivnost
$i \downarrow$	$e \downarrow$	IMR ↓
$i \downarrow$ $i \uparrow$	$e \downarrow$ $e \uparrow$	Kretanje IMR zavisi od relativnog uticaja i i e na IMR i inteziteta njihovih promena.
$i \uparrow$	$e \uparrow$	IMR ↑

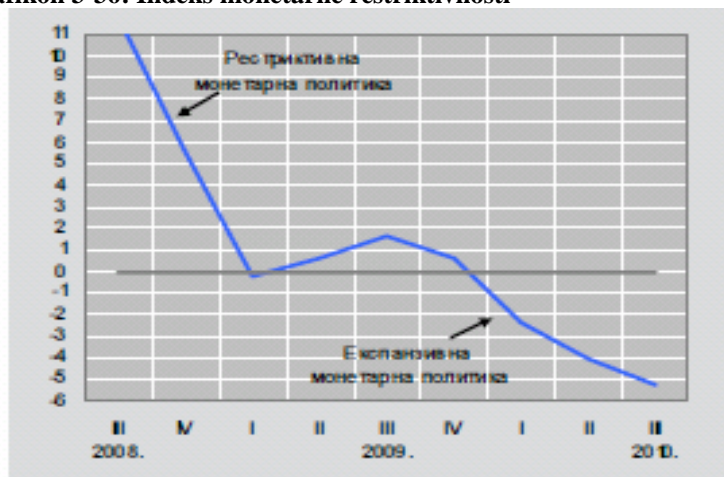
* i – nivo kamatne stope

** e – devizni kurs (jedinica domaće valute izražena u jedinicama strane valute)

Izvor: NBS, stručni radovi, www.nbs.rs/internet/latinica/90/90_0/index.html

Koja kombinacija kretanja deviznog kursa i kamatnih stopa je optimalna zavisi od specifične ekonomske situacije. Na sledećem dijagramu na osnovu indeksa monetarne restriktivnosti primećuje se da monetarna politika drastično menja trend kretanja nakon 2008. godine.

Grafikon 3-36: Indeks monetarne restriktivnosti



Izvor: NBS

Ona nakon 2008. i svetske ekonomske krize delujući kontraciklično usled pada agregatne tražnje poprima oblik ekspanzivne monetatarne politike. Iako je Narodna banka Srbije, počev od avgusta, referentnu kamatnu stopu povećavala, monetarna politika je poprimila ekspanzivniji karakter. Povećanje stepena ekspanzivnosti monetarne politike uzrokovano je slabljenjem dinara i proširivanjem deprecijacijskog jaza realnog deviznog kursa. Slabljenje dinara posledica je rasta premije rizika i vrlo niskog priliva kapitala. Već u 2010. godini dolazi do oživljavanja privrede, smanjenja

spoljnotrgovinskog deficita, rasta izvoza i pada uvoza. Monetarnu politiku ne treba gledati izolovano i treba je uporediti sa fiskalnom politikom. U momentu nastupanja ekonomske krize Srbija prihvata aranžman MMF-a koji podrazumeva smanjena fiskalna trošenja. Upravo to omogućava labaviji režim monetarne politike. Monetarna ekspanzija pogoduje povećanju bilansa tekućih transakcija u kratkom roku. Izazvana depresijacija pogoduje povećanju izvoza, a smanjenju uvoza. "Depresijacija dinara tokom krize naravno pogađa iznad proporcionalno jedan deo privrede, kome je odgovarao precenjeni dinar. Taj deo privrede baziran je na uvozu i prodaji na domaćem tržištu, kao i zaduživanju u inostranstvu i ulaganju u domaći nerazmenjiv sektor. Pad vrednosti dinara dovodi do smanjenje potrošnje i optimizaciji racija štednje i investicija. Sledi da bi u narednom periodu mnogo bolja kombinacija politika bila: labavija monetarna politika koja bi sa rezultirajućim nižim kamatnim stopama stimulisala privatni sektor, i otpočinjanje fiskalnog prilagođavanja preko smanjenja deficita, ali i rasta javnih investicija"²⁶².

U zemlji u razvoju, sa visokim spoljnim dugom, otvorenoj, sa fleksibilnim deviznim kursom, povećanje tekuće javne potrošnje ima minimalan efekat na rast proizvodnje. Efekat fiskalne ekspanzije će ubrzo biti nivelisan rastom kamatnih stopa. U režimu plivajućeg kursa fiskalna ekspanzija je u dugom roku neutralna po tome što je jedini učinak koji ima na dugoročnu ravnotežu privrede srazmeran rast svih nominalnih cena i domaće ponude novca. S druge strane, povećanje javnih investicija usled labavije monetarne politike može da ima značajniji efekat.

Iz ove diskusije normalno je da proistekne pitanje o mogućnoj promeni inteziteta monetarne politike u nekom od prethodnih perioda. Na početku svakog tranzicionog procesa neophodne su dezinflacione mere u vidu fiskalnih stimulansa, apresiranog deviznog kursa. Momenat za labaviju monetarnu politiku (odgovarajuću fiskalnu) je verovatno prošao mnogo ranije iz razloga nemoći monetarne politike u obuzdavanju inflacije preko rasta kamatnih stopa zbog visoke evroizacije. "Naime, referentna kamatna stopa bi počela da ostvaruje uticaj na aktivnu stopu banaka ukoliko bi nivo dolarizacije (evroizacije) bio niži od 64,5%, a maksimalan potencijalni uticaj iznosi između 0,169 i 0,820, što zavisi od specifikacije modela. Sagledavajući aktivnu stopu, rezultati ukazuju da je kanal kamatnih stopa prigušen, i da dosta zavisi od dolarizacije. Naime, jedino BEONIA ima uticaj na aktivnu kamatnu stopu bez obzira na nivo dolarizacije, dok repo stopa NBS i BELIBOR utiču na aktivnu stopu jedino kada je dolarizacija ispod 64%."²⁶³ Najveći deo kredita je indeksiran u evrima (oko 70% kredita preduzećima i 80–85% kredita stanovništvu u 2009. godini). Njihova kamatna stopa zavisi od kamatne stope po kojoj banke pribavljaju sredstva u evrima (devizna štednja i zaduživanje u inostranstvu), na koju referentna stopa ima veoma mali uticaj.

"Dalje, postavljamo pitanje efikasnosti još jednog instrumenta monetarne politike, a to je sterilizacija. Da bi sprečila negativnu posledicu priliva stranog kapitala u vidu realne apresijacije domaće valute, Narodna banka kupuje višak deviza koji nastaje na deviznom tržištu i na taj način povećava devizne rezerve, a time i sopstvenu neto deviznu aktivu. Dakle sterilizacijom se neutrališu kretanja u platnom bilansu koja za

²⁶² Ekonomski institut, MAT, Ekonomski fakultet FREN. (2010), "Postkrizni model ekonomskog rasta i razvoja Srbije"

²⁶³ www.nbs.rs

posledicu imaju promene neto deviznih rezervi centralne banke, promenom neto domaće aktive centralne banke. Porast neto devizne aktive Narodne banke Srbije dovodi do kreiranja primarnog novca, a taj efekat se zatim monetarnom multiplikacijom prenosi i na ostale monetarne agregate, koji se povećavaju brže od rasta tražnje za novcem. To podstiče inflatorne pritiske i porast inflacije. Sterilizacija, ipak, ne daje uvek željene rezultate. Iako su centralne vlasti bile u stanju da svojim merama sterilišu oko 81% mesečnih promena neto devizne aktive, sterilizacija primarnog novca nije potpuna, tako da je došlo do većeg rasta primarnog novca a preko monetarne multiplikacije i do većeg rasta novčane mase. Centralna banka nije uspela da značajnije utiče na smanjenje neto domaće aktive i na taj način spreči monetarnu ekspanziju, koja je za posledicu imala ubrzanje inflacije. Rešenje za ovaj problem je trebalo tražiti u kapitalnim kontrolama”²⁶⁴

Očigledno je iz prethodnog izlaganja da su instrumenti delovanja monetarne politike prigušeni usled visoke evroizacije i prirode inflacije. Glavni kanal preko kojeg monetarna politika deluje je kanal deviznog kursa, ugrožavajući izvozni sektor. Intenziviranje inflacionih pritisaka ukazuje da su realna privredna i društvena kretanja daleko od deklarisanog sadržaja ciljeva i zadataka (koji su i formalno ugrađeni u Nacionalnu strategiju razvoja za period od 2006. do 2012. godine i koji se sa manje ili više konzistentnosti ponavljaju i u tzv. Memorandumima za narednu budžetsku godinu i srednjoročni period)²⁶⁵. S obzirom da je monetarna politika nemoćna u borbi protiv inflacije u sledećem naslovu ispitujemo prirodu inflacije u Srbiji. Razlog istog je jednostavan-ukoliko priroda inflacije nije monetarnog karaktera, rešenje problema je potrebno tražiti na drugoj strani, a ne u restriktivnoj monetarnoj politici koja utiče represivno na ožiljavanje privrede.

3.7.1 DETERMINANTE INFLACIJE

Monetarni uzrok nastanka platnobilansne neravnoteže nastaje kada je ubrzani ekonomski rast praćen pojavom inflacije. Inflaciona neravnoteža platnog bilansa nastaje u slučajevima kada je ukupno trošenje veće od nacionalnog dohotka. Primećeno je da poremećaji u platnim bilansima mnogih zemalja imaju svoj koren baš u inflatornim procesima u zemlji. Budući da je razvojni proces generalno praćen izvesnom inflatornošću, ova neravnoteža se često meša sa strukturnom neravnotežom platnog bilansa. Jedno od efikasnijih rešenja za lečenje ove vrste neravnoteže se svodi se na dezinflaciju, tj. na otklanjanje uzroka inflacije - svođenjem efektivne tražnje na nivo ostvarenog dohotka.

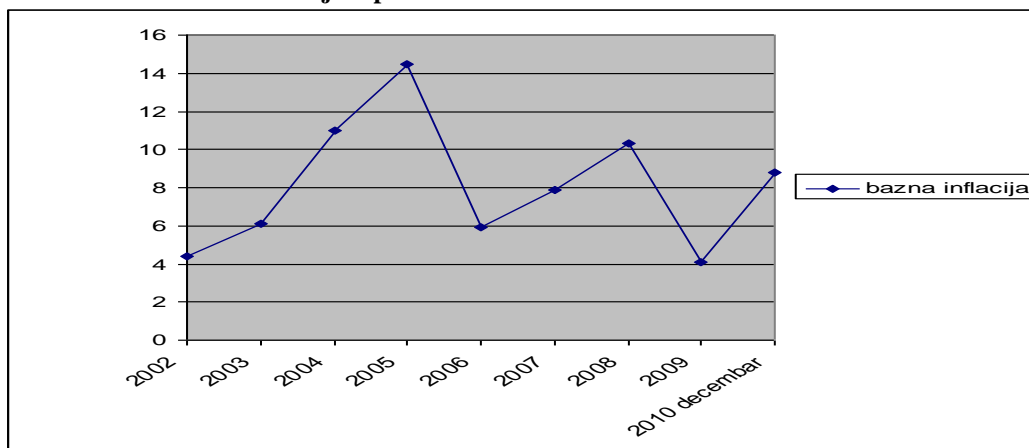
Ostalo je da se pozabavimo inflacijom samom i kao monetarnim fenomenom i njenim uticajem na platni bilans. Nedvosmisleno je poznata pozitivna korelacija između inflacije i povećanja salda tekućeg bilansa - inflacija utiče na povećanje tražnje prema domaćim proizvodima (to je već pomenuta u nekom od poglavlja, politika presipanja

²⁶⁴Palić, M.(2005), “Delotvornost povlačenja primarnog novca – rezultati empirijske analize”, NBS

²⁶⁵ Adžić, S. (2008), “Infacija kao rezultat neuređenosti privrednog sistema i ekonomske politike-studija slučaja za Srbiji”, EKONOMIJA / ECONOMICS, 15 (2)

izdataka). Do takvog efekta će doći ukoliko postoji supstitutivna proizvodnja uvoznih proizvoda. Ali u našem slučaju niskog uvoznog elasticiteta efekat je sasvim drugačiji. Svaki višak agregatne tražnje nad ponudom stvara inflacioni jaz koji se ispoljava u obliku rasta cena i platnobilansnog deficita. Ukoliko u jednoj zemlji cene rastu brže nego u drugoj, ta zemlja će se suočavati sa platnobilansnim teškoćama.

Grafikon 3-37: Bazna inflacija u periodu 2002-2010



Autorov prikaz prema podacima Narodne banke Srbije

Prema grafikonu inflacija dostiže tri vrha 2005, 2008. Nagli uspon inflacije 2005. godine možemo da povežemo sa jakim prilivom stranog kapitala i deficitom tekućeg računa koji je izazvao destabilizaciju. Rast primarnog novca u odsustvu adekvatne sterilizacije izazvao je inflatorni pritisak. Povećano učešće neto investicija u nacionalnom dohodku dovodi do inflacionih tendencija. Investicije kreiraju novu akumulaciju i dolazi do jačanja kupovne snage. U slučaju privrednih investicija rast robnih fondova se realizuje na tržištu tek na kraju investicionog ciklusa. Inflatorno delovanje je veće što je veći vremenski interval između priliva i realizacije investicije. U slučaju Srbije u razmatranom vremenskom periodu investicije su uglavnom bile neprivrednog karaktera, pa je inflatorno delovanje snažnije.

Tabela 3-42: Monetarni agregati i tekući račun platnog bilansa

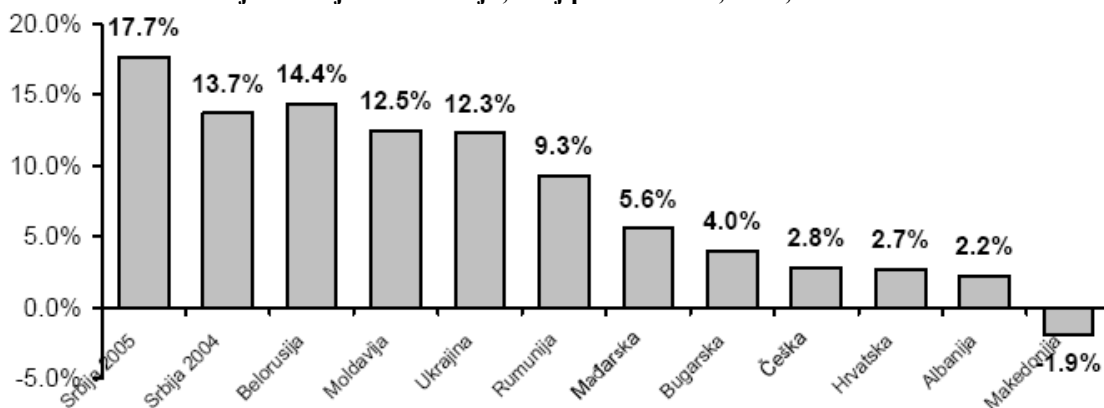
	2004	2005
Neto devizna aktiva bankarskog sektora (u mln USD)	58,0	1.400,0
Primarni novac (stope rasta u %, decembar prema decembru prethodne godine)	10,0	22,4
Novčana masa M2 (stope rasta u %, decembar prema decembru prethodne godine)	17,4	31,4
Tekući račun platnog bilansa (u mln USD dolara)	-2.827	-1.831
U % BDP-a	12,6	8,2

Izvor: http://www.nbs.rs/export/internet/cirilica/30/30_3/30_3_6.html

U novije vreme zapaža se da poremećaji u platnim bilansima mnogih zemalja imaju svoj koren upravo u inflatornim procesima u zemlji. Jedan od uslova da bi se inflacija

smatrala glavnim krivcem diskrapence platnog bilansa je da je stopa domaće inflacije viša nego u inostranstvu, što se poklapa sa realnošću srpske privrede u 2004., 2005., i 2008. godini (vidi grafikon).

Grafikon 3-38: Inflacija zemalja u okruženju, kraj perioda 2004, 2005, %



Izvor: Pavlović, M., Lazić, J. (2006), "Neki aspekti inflacije u Srbiji"

Srbija ima veće stope inflacije ne samo od zemalja u neposrednom okruženju, već i od drugih tranzicionih zemalja. Deficit tekućeg računa dostiže svoj maksimum 2004. godine (iako uzroke možemo tražiti i u nagloj liberalizaciji carinskog sistema Srbije tokom navedene godine). U ovom trenutku je moglo doći do platnobilansne krize da nije bilo pravovremenih reakcija monetarnih vlasti. Najveća stopa inflacije i deficita tekućeg računa u regionu (osim Crne Gore) je ostvarena i tokom 2008 godine.

Tabela 3-43: Inflacija u zemljama u okruženju, kraj perioda 2008, %

Srbija	Crna Gora	BIH	Makedonija	Hrvatska	Bugarska	Rumunija	Mađarska
8.6	7.2	3.8	4.1	2.8	7.2	6.3	3.5

Izvor: MMF, (2009), "Svetski ekonomski pregled"

Međugodišnji rast bazne inflacije na kraju 2008. godine (10,1%) bio je znatno iznad gornje granice ciljanog aspona (6%), što je posledica, pre svega, rasta cena nafte i hrane u prvoj polovini godine, zatim ekspanzivnog karaktera fiskalne politike i visokih inflacionih očekivanja. Pokretači inflacije su isti i u drugim tranzicionim zemljama u ovom periodu.

Najopasnija je zona kombinacije inflacije i deficita jer je na dugi rok ova kombinacija unutrašnje i spoljašnje neravnoteže neodrživa. Neravnoteža platnog bilansa usled inflatornih kretanja nastaje u slučajevima kada je ukupno trošenje veće od nacionalnog dohotka. Povećano učešće lične potrošnje u raspodeli nacionalnog dohotka nastaje u slučaju kada dođe do povećanja ličnih dohodaka iznad porasta produktivnosti rada. U odgovarajućim poglavljima razmatran je nagli rast zarada u javnom sektoru u Srbiji, kao i niska produktivnost rada. Konekvenca je porast troškova poslovanja, što dovodi do porasta cena i inflacije troškova. Mogao bi se izvući zaključak da je inflacija troškova komponenta uopštenog inflacionog kretanja u Srbiji. Do porasta troškova dovodi i

nepostojanje perfektne konkurencije na tržištu gde monopoli utvrđuju cene autonomno izazivajući lančani porast troškova u drugim granama. Postoji naznaka monopolskog delovanja u Srbiji.

U toku 2010. godine inflacija je ubrzana i njeni uzroci su na strani ponude. Neočekivano visoko povećanje cena industrijsko-prehrambenih proizvoda bilo je osnovni uzrok rasta inflacije. Visok rast cena hrane posledica je loše poljoprivredne godine, relativno niskog nivoa cena hrane u poređenju sa okruženjem, kao i tržišne strukture, tj. kartelskog ponašanja pojedinih učesnika na tržištu. Reforma agrarne politike, pre svega u oblasti robnih rezervi, minimalnih cena, premiranja i subvencionisanja, mogla bi da doprinese smanjenju nestabilnosti cena hrane u budućem periodu. Snažni pritisci na rast cena hrane, slabljenje dinara u prethodnom periodu, kao i umeren oporavak tražnje, pod uticajem najavljenog povećanja penzija i zarada u javnom sektoru, ključni su faktori porasta inflatornih pritisaka. "Možemo koncipirati da je inflacija u 2010. uvozna inflacija zasnovana na naglom porastu cena energenata, primarnih poljoprivrednih proizvoda i metala na svetskom tržištu. S obzirom da samo Rusija i Ukrajina u Evropi imaju veće prirodne resurse za proizvodnju u poljoprivredi po jednom stanovniku od Srbije (bez stanovništva Kosova i Metohije) porast cena na svetskom tržištu trebalo bi da deluje kao stabilizator nacionalne ekonomije".²⁶⁶

Neizvesnost u narednom periodu odnosi se na kretanje cena primarnih poljoprivrednih proizvoda, ali i stepen u kome će se promene ovih cena preneti na cene industrijsko-prehrambenih proizvoda. Takođe, neizvesno je i kretanje inflatornih očekivanja i premije rizika. Rizici nove projekcije asimetrični su naviše zbog mogućnosti da rast cena hrane bude brži od očekivanog i da prenosni efekat deprecijacije dinara na cene bude jači.

U osnovne generatore inflacije možemo uvrstiti strukturnu i ekonomsku neusklađenost sa potrebama razvoja. Izvoz stagnira sa strukturom (po stepenu obrade) iz kraja pedesetih i početka šesdesetih godina prošlog veka. Nedovoljna proizvodnja je generator inflacije u Srbiji jer se koristi model rasta zasnovan na rastu domaće potrošnje, pre svega, javnog sektora i stanovništva, a ne investicija u proizvodne (produktivne) sektore i izvoza. Stanovništvo u Srbiji se može smatrati generatorom inflacije zbog veće stavke na rashodnoj umesto na prihodnoj strani - povećanja troškova zdravstvenog i penzionog osiguranja²⁶⁷. Uzrok inflacije u Srbiji može biti i visoka agregatna tražnja. Rast tražnje može biti uzrokovan ili visokim prilivom stranog kapitala ili podizanjem nivoa proizvodnje iznad trenda. Agregatnu tražnju u Srbiji je potpirivao visok priliv kapitala, ali i fiskalni deficit koji se može javiti kao pokretač inflacije. Na osnovu panel ispitivanja²⁶⁸ u Srbiji su kao okidači inflacionih epizoda osim gore navedenih aktuelni devizni kurs, politički izbori. Relativno kontrolisan kurs je doprineo verovatnoći pokretanja inflacije u 2004. godini sa 18%, dok je slobodan kurs u 2008. delovao u pravcu smanjivanja verovatnoće pojave inflacione epizode sa -0,21%. Izbori u Srbiji na kraju 2003. imali su najveći ponder u rastu verovatnoće pokretanja

²⁶⁶ Adžić, S. (2008), "Inflacija kao rezultat neuređenosti privrednog sistema i ekonomske politike – studija slučaja za Srbiju", EKONOMIJA / ECONOMICS, 15 (2), www.mrifin.com

²⁶⁷ Ibid

²⁶⁸ Petrović, P., Nojković, V. (2008), "Šta pokreće inflaciju u Srbiji", Kvartalni monitor br. 14

inflacione epizode u 2004, čak 73%, a posle njih se javlja dopinos rasta cena hrane. U obe identifikovane inflacione epizode: 2004. i 2008, izbori iz prethodnih godina imali su snažan uticaj na pokretanje ovih epizoda.

Srbija je u svim godinama proteklog tranzicionog perioda imala visoku inflaciju čak i u 2009. (6,6%) kada su postojali snažni deflacioni pritisci zbog smanjene tražnje. Stopa inflacije u Srbiji u svim godinama bila je iznad nivoa u sličnim zemljama. Moglo bi se konstatovati da su unutrašnje i spoljne neravnoteže osnovni generatori inflacije i da monetarna politika u proteklih deset godina tranzicije nije bila uspešna u ostvarivanja stabilnosti cena kao glavnog cilja monetarne politike. Antiinflaciona politika se ne može voditi nezavisno od razvojne politike-povećanja proizvodne aktivnosti, širenja investicione baze. Trajnije otklanjanje cikličnih inflacionih udara se može rešiti pomoću aktivne politike deviznog kursa, tako da svaka nominalna promena vodi ka realnoj promeni. Samim tim bi se došlo do povećanje proizvodnje, izvoza i do poboljšanja tekućeg bilansa. Ruku pod ruku sa takvom ekonomskom politikom ide i disciplinovana fiskalna politika kao i politika dohotka .

3.8 DEFICIT TEKUĆEG RAČUNA TRANZICIONIH ZEMALJA POREĐENJE I ZAKLJUČAK

Nakon dvehiljadite pa sve do svetske ekonomske krize prosečan dohodak po stanovniku u JIE je rastao do 30-40% proseka EU prihoda usled procesa konvergencije i *catching up* procesa. Ovaj proces je ubrzan velikim prilivom SDI koje su u većini slučajeva predstavljale međukompanijske zajmove, dodavan privatnom dugu. To naravno znači da je nedugovno pokriće deficita tekućeg računa manje nego što se predstavlja zvaničnim statistikama. Tranzicione reforme i potencijalna EU integracija kreirale su rastuća očekivanja u pogledu boljeg institucionalnog ambijenta, atraktivnih investicionih mogućnosti. To je uticalo na priliv kapitala iz inostranstva u očekivanje visokog prinosa. Usled toga deficit tekućeg računa je rastao, spoljni dug se nagomilavao (uprkos inicijalnoj redukciji spoljnog duga, npr. Srbija).

Tabela 3-44: Bilans tekućih transakcija %BDP

Godine/zemlje	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
	Ekonomije u procesu pristupanja EU							
Crna Gora	-12.0	-6.8	-7.2	-8.5	-24.7	-41.6	-32.6	-15.0
Hrvatska	-8.5	-7.4	-5.3	-6.3	-7.9	-8.6	9.2	-5.5
Makedonija	-9.5	-4.1	-8.4	-2.6	-0.9	-3.1	-13.1	-7.0
Albanija	-7.2	-5.6	-4.4	-9.0	-6.5	-10.5	-14.7	-18.6
Srbija	-8.2	-7.2	-11.9	-8.9	-13.3	-15.6	-17.1	-5.7
BIH	-21.0	-19.4	-16.3	-18.0	-8.4	-12.7	-14.9	-7.8
	Ekonomije članice EU							
Rumunija	-3.3	-5.8	-8.4	-8.6	-10.4	-14.5	-11.6	-4.4
Bugarska	-2.4	-5.5	-6.6	-12.4	-17.8	-21.5	-25.2	-8.6
Slovenija	1.0	-0.8	-2.7	-2.0	-2.8	-4.9	-6.2	-0.6

Izvor: ITC, za 2009 nacionalne statistike

Strana štednja je finasirala dvocifrene deficite. Srbiju po visini tekućeg deficita jedino prestiže BIH i Crna Gora i Bugarska. Interesantan je primer Albanije sa najvišim zabeleženim deficitima u 2008. i 2009. u trenutku kada sve ostale zemlje ulaze u kontrakciju. Ovakvi deficiti tekućeg računa su zabrinjavajući i postavljaju finansijski rizik ukoliko kapitalni priliv stane. Uvoz u datim tranzicionim ekonomijama uopšteno prevazilazi njihov izvoz. Kao posledica toga, trgovinski i tekući deficit je nastavio da se širi u svim zemljama, te je u velikom broju slučajeva, dostiglo alarmantne razmere. Finansiranje istog do sada nije predstavljao težak zadatak. Međutim u uslovima opadajuće uvozne tražnje finansijski uslovi su se umnogome promenili poprimajući alarmantne proporcije, zahtevajući restrikciju domaće tražnje.

Tabela 3-45: Spoljnotrgovinski bilans (u mil. evra)

	2005	2006	2007	2008	2009
BIH	-3.746	-3.289	-4.062	-4.868	-3.484
Bugarska	-5.158	-6.501	-8.397	-7.677	-5.238
Hrvatska	-7.859	-8.856	-9.826	-11.285	-7.780
Mađarska	-2.929	-2.327	-50	-390	4.574
Crna Gora		-724	-1.327	-1.806	-1.364
Makedonija	-953	-1.084	-1.365	-988	-1.444
Rumunija	-10.224	-14.942	-21.654	-22.718	-6.749
Slovenija	-1.389	-1.617	-2.132	-3.217	-642
Srbija	-4.620	-5.361	-7.075	-8.066	-5.195

Izvor: ITC, za 2009 nacionalne statistike

Hrvatska preuzima primat među zemljama JIE po spoljnotrgovinskom deficitu, ukazujući na lošu izvoznju poziciju, ali na visoke prilive od turizma i doznaka. Uprkos velikim potencijalima za rast (5% BDP godišnje) zemlje JIE zbog kasnog starta u tranzicionom procesu su ostvarivale skromniji relativni rast od ostalih tranzicionih zemalja. Rast domaćih kredita sa godišnjom stopom 5-6% je zajednička karakteristika zemalja JIE. Ovo je podržano lakim pristupom stranim izvorima finansiranja, uglavnom stranim bankama. Skopčano sa direktnim kreditima preduzećima iz inostranstva i međukompanijskim zajmovima ovaj faktor je podržavao tražnju i povećavao zaduženost domaćih preduzeća i stanovništva, a samim tim i kreditni rizik. Dominantnost kredita u prilivima kapitala je dovelo JIE zemlje do najviše zaduženosti u rastućoj Evropi.

Zanimljivo će biti poređenje između zemalja jugoistočne Azije 1996. u prekriznom periodu i zemalja JIE 2006. u cilju ispitivanja ranjivosti njihovog makroekonomskog ambijenta. Analizirana godina je posebno interesantna po Srbiju kada je zabeležen²⁶⁹ jak pritisak na platni bilans i opasnost od iznenadnog prekida priliva kapitala.

²⁶⁹Labus, M., Milošević, S. (2009), "Ekonomska kriza u Srbiji između rasta i strukturnih promena", Savez ekonomista Srbije, Udruženje korporativnih direktora Srbije, *Rast u uslovima globalne recesije i finansijske krize: (ne) konvencionalne inicijative.*, Kopaonik biznis forum 2009

Tabela 3-46: Indikatori ranjivosti za odabrane regione (2006, % BDP)

	Istočna Azija* 1996	JIE 2006	Bugarska	Hrvatska	Rumunija	Srbija
Tekući račun	-4.4	-11.3	-15.8	-7.8	-10.3	-11.5
Spoljni dug	49	68	78	89	42	61
Devizne rezerve/kratkoročni dug	59	167	135	100	125	306
Devizne rezerve/kratkoročni dug plus deficit tekućeg računa	85	76	74	64	125
Fiskalni balans	1.1	0.7	3.5	-3.0	-1.7	-1.5
Javni dug	24	31	25	41	19	39
Rast BDP	7	6.1	6.1	4.8	7.7	5.7
Inflacija	5.9	7.4	7.3	3.2	6.6	12.7

*Indonezija, Koreja, Malezija, Filipini, Tajland

Izvor: MMF, WP/07/236

Komparativni deficit tekućeg računa zemalja istočne Azije i zemalja JIE je duplo veći, a spoljni dug je za 20% BDP viši u zemljama JIE. JIE ima i ostale indikatore nešto lošije (rast BDP-a je niži, inflacija veća). Visoku ranjivost zemlje JIE ispoljavaju i u vidu visoke euroizacije, brzim kreditnim rastom, prenatrženim nerazmenljivim sektorom. Sa druge strane javni dug i fiskalni deficit su niži u JIE nego u drugim zemljama. Zemljama JIE zajednička karakteristika je i nizak nivo efikasnosti investicija osim u Hrvatskoj i Makedoniji.²⁷⁰ Gro investicija je absorbovan od strane nerazmenljivog sektora (oko 1/3 SDI je otišla u razmenljivi sektor). U sledećoj tabeli izvozni koeficijent ukazuje na činjenicu da strukturne reforme nisu dovele do očekivanog rasta izvoza i dostizanje najmanje trećinskog udela izvoza u ostvarenom BDP-u.

Tabela 3-47: Izvozni koeficijent, u %

	2005	2006	2007	2008	2009
EU-27	37.4	39.7	40.3	41.3	37.3
Bugarska	60.2	64.5	63.4	60.5	49.5
Mađarska	66	77.2	80.5	82.1	84.5
Rumunija	33.1	32.3	29.3	30.9	27.3
Slovenija	62.1	66.5	69.5	67.7	60.8
Hrvatska	42.6	43.4	42.8	41.9	40.3
Makedonija	45.5	48.1	53.4	52.6	43.9
Srbija	19.4	21.7	21.8	21.7	18.9
Svet	22.8	24.5	25.0	25.6	

Izvor: Eurostat, RSZ, RZR

²⁷⁰ Sorsa, P., Bakker, B. B., Duenwald, C., Maechler, A. M., Tiffin, A. (2007), "Vulnerabilities in Emerging Southeastern Europe—How Much Cause for Concern?", IMF, WP/07/236

Srbija ima daleko najniži izvozni koeficijent u poređenju sa nabrojanim tranzicionim ekonomijama. Smanjena vrednost izvoznog koeficijenta upravo ukazuje na činjenicu da je veliki deo SDI bio usmeren u netrgovinski sektor, rezultat toga je i povećanje spoljnog duga. U nekom od prethodnih poglavlja smo ukazali na pojačanu ulogu finalne potrošnje kao agregata upotrebe BDP-a i s tim u vezi rastućeg deficita tekućeg računa. Srbija je na deobi drugog mesta u ovoj kategoriji sa Makedonijom (vidi tabelu 5-5). Investicije u osnovna sredstva su ispod proseka navedenih zemalja.

Tabela 3-48: Učešće agregata upotrebe u BDP (%)

	Finalna potrošnja		Investicije u osnovna sredstva	
	2008	2009	2008	2009
EU-27	78.2	80.5	21.1	19.2
Bugarska	82.8	82.6	33.4	27.2
Rumunija	77.8	78.2	31.9	30.7
Mađarska	75.3	75.1	20.9	20.1
Hrvatska	66.4	67.3	27.6	25.5
Slovenija	72.7	74.4	28.9	21.9
Makedonija	96.8	98.2	24.5	20.3
Srbija	94.9	93.3	23.2	18.4

Izvor: Eurostat, za Srbiju RZR

Devizni kurs kao nominalno sidro praktikuju Crna Gora (euroizacija), Makedonija (konvencionalni fiksni paritet), Bosna i Hercegovina (valutni odbor) i Bugarska (valutni odbor). Rumunija i Srbija vode politiku inflacionog targetiranja kao okvira monetarne politike odnosno primenjuju režim upravljanog fluktuiranja deviznog kursa. Hrvatska ne koristi eksplicitno nominalno sidro (primenjuje različite indikatore), dok Albanija praktikuje režim monetarnog targetiranja. Iako pomenute tranzicione ekonomije imaju različita rešenja po pitanju monetarnog režima i deviznog kursa, sve imaju problem deficita tekućeg bilansa. Takođe, nekadašnje zemlje u tranziciji sa rigidnim režimom deviznog kursa imaju visoke nivoe deficita tekućeg bilansa (Estonija, Litvanija, Latvija), baš kao i zemlje sa režimom upravljanog fluktuiranja (Poljska, Češka, Slovačka). Zaključak je da monetarni okvir nije imao značajan uticaj po platni bilans.

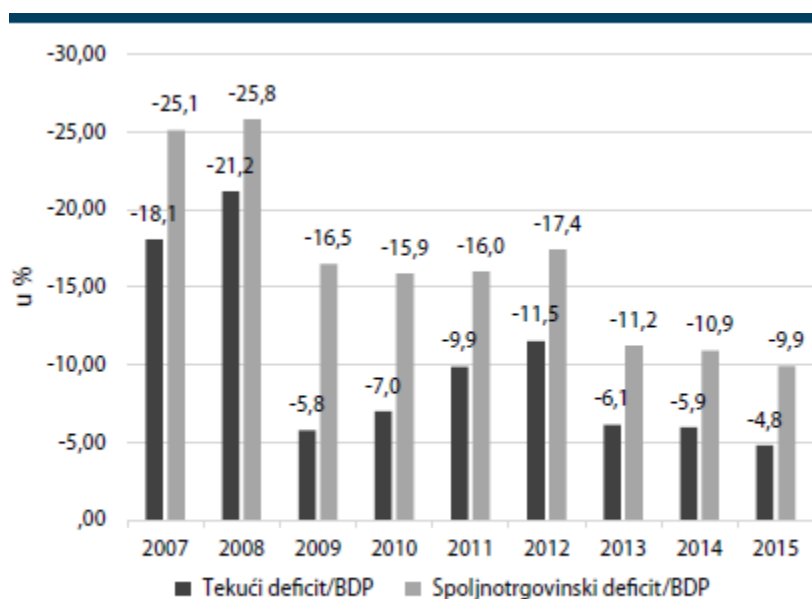
Prema procenama MMF-a, za taj period, zemlje JIE očekuje prizemljenje u kategoriji deficita tekućeg računa i blagi rast BDP (oko 5%) zahvaljujući zaokretu u ekonomskoj politici, programima MMF-a, ali i svetskoj ekonomskoj krizi. Deficiti tekućeg bilansa zemalja u okruženju predstavljaju rezultat kombinacije uticaja eksternih faktora, domaćih politika i strukturnih (*catching-up*) procesa visoke tražnje za investicijama i uvozom, ali i niske domaće štednje. Na deficite u trgovinskom bilansu uticala je između ostalog i trgovinska liberalizacija.

4 ANALIZA PLATNOG BILANSA U DRUGOM TRANZICIONOM PERIODU PERIODU 2009-2015

4.1 STATISTIKA PLATNOG BILANSA SRBIJE U PERIODU 2009-2015

Rezultati u platnom bilansu u periodu 2009-2015 mogu se oceniti kao relativno povoljni sa aspekta smanjenja spoljne neravnoteže. Svetska ekonomska kriza je dovela do smanjenja tekućeg deficita u svim tranzicionim ekonomijama, pa i u Srbiji. U poređenju sa dosadašnjim nivoima, deficit na tekućem računu je relativno nizak i iznosi oko 5% BDP-a. Izvojni rezultat velikim delom je determinisan povoljnim vrednostima indeksa odnosa robne razmene i oporavkom privredne aktivnosti evrozone.

Grafikon 4-1: Srbija, tekući i trgovinski deficit 2007-2015



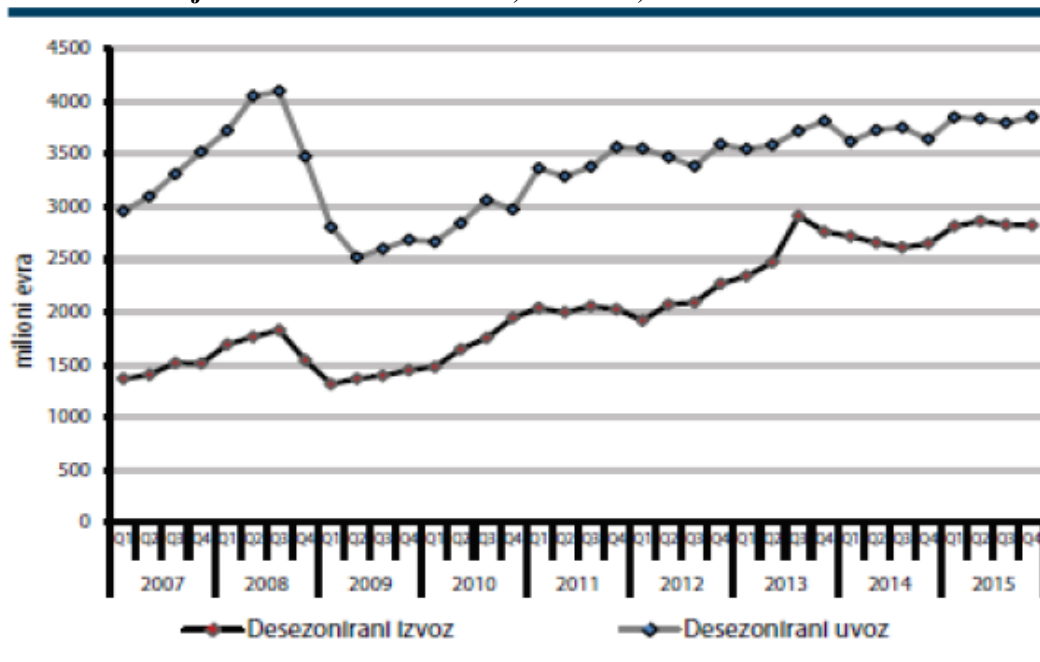
Izvor: NBS, QM

Izvor: NBS, QM

Trend smanjenja deficita tekućeg računa započeo u drugoj polovini 2012. godine, nastavljen je i tokom 2013. i početkom 2014. godine. U 2013. zabeležen je prvi put, rekordno nizak deficit tekućeg računa platnog bilansa. Ovakvo poboljšanje tekućeg računa rezultat je snažnog ubrzanja rasta izvoza (pre svega izvoza automobila) uz umeren porast uvoza (zbog i dalje niske domaće tražnje), ali i smanjenog priliva SDI. U najvećoj meri spoljnotrgovinski deficit je smanjen usled brzog rasta izvoza (pre svega izvoza automobila i poljoprivrednih i prehrambenih proizvoda) praćenog umerenim

rastom uvoza – jer je efekat pada domaće tražnje na uvoz bio dominantan. Iako je vrednost tekućih transfera premašila vrednost spoljnotrgovinskog deficita, zabeležen je porast deficita na računu dohotka, koji je narušio ostvarenje pozitivnog rezultata u tekućem delu platnog bilansa. Tekući deficit u 2015. je najmanji u poslednjih 10 godina²⁷¹.

Grafikon 4-2: Srbija: desezonirani izvoz i uvoz, kvartalno, 2007-2015



Izvor: NBS, QM

Ipak, dalje kretanja izvoza u velikoj meri se može okarakterisati kao nepredvidivo jer postoje krupne neizvesnosti koje se tiču poslovanja nekih primarnih srpskih izvoznika u 2016. godini (FIAT Automobili Srbija, Železara Smederevo, RTB Bor, Petrohemija, ...). Rast uvoza i dalje će biti ograničen niskom domaćom tražnjom usled nastavka fiskalne konsolidacije.

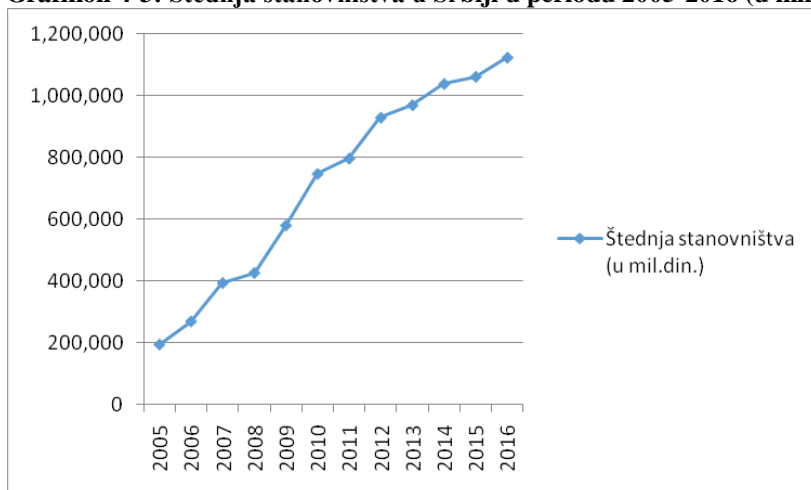
"Sa druge strane u kapitalno-finansijskom delu i dalje je prisutna nepovoljna tendencija neto odliva kapitala. Priliv SDI, iako u blagom porastu, i dalje je skroman, u odnosu na početni period tranzicije i nije bio dovoljan da pokrije neto odliv kapitala po osnovu portfolio i ostalih investicija. Trend razduživanja privatnog sektora po osnovu finansijskih kredita - kontinuirano prisutan od početka 2012. godine - nastavlja se. Odliv kapitala ostvaruje se preko odliva ostalih investicija, i skromnog priliva SDI. U okviru ostalih investicija, ostvareno je veće povećanje na računu Gotov novac i depoziti, a odliv je zabeležen na računu trgovinskih kredita, praćen odlivom po osnovu finansijskih kredita. Portfolio investicije su povećane zbog ulaganja u državne hartije od vrednosti".²⁷²

²⁷² FREN, Kvartalni monitor, broj 44, www.fren.org

4.2 ŠTEDNJA STANOVNIŠTVA I DEFICIT NA TEKUĆEM RAČUNU

Eksterna neravnoteža je uvek refleksija, čak i predviđanje interne neravnoteže. Zato, u ekonomskoj politici ne treba znemarivati eksterni debalans misleći da će se rešiti sam od sebe. Dakle debalans na tekućem računu podcrtavaju interne distorzije. Kod eksterne neravnoteže u prethodnom periodu (200-2009) dominirali su endogeni faktori neravnoteže bilansa plaćanja, uslovljeni što fundamentalnim faktorima, što internom distorzijom zbog greškaka u vođenju razvojne politike. Registrovani faktori koji su uticali na deficit su, između ostalog, prekomerna potrošnja, lična, opšta i investiciona, višak investicija iznad unutrašnje štednje. Drugi navedeni faktor rasta bilansa plaćanja-niska štednja je smanjen u drugom posmatranom periodu. Na grafikonu primećujemo linearan rast štednje stanovništva.

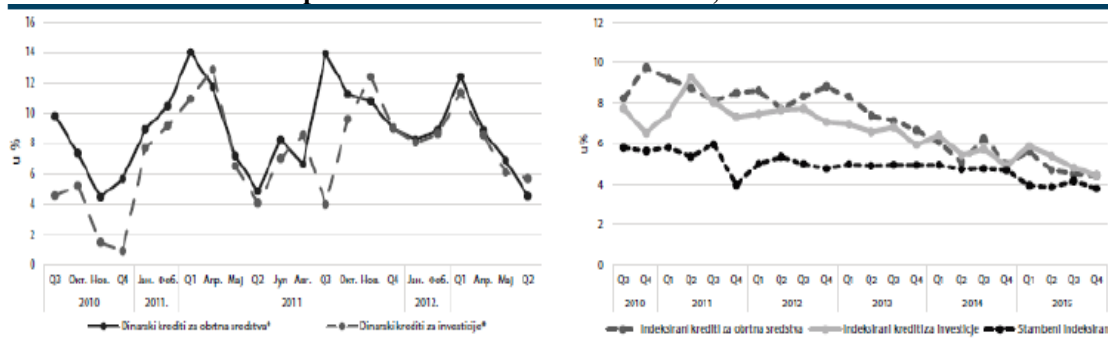
Grafikon 4-3: Štednja stanovništva u Srbiji u periodu 2005-2016 (u mln dinara)



Izvor: Autorov prikaz prema podacima NBS

Prekomernu potrošnju u periodu pre ekonomske krize, pre svega ličnu možemo donekle objasniti racionalnim očekivanjima stanovništva u pogledu rasta u narednom periodu (fiskalna ekspanziju kao razlog povećane potrošnje je obrađena u odgovarajućem poglavlju). U drugom razmatranom periodu (2010-2016), dolazi do smanjenja očekivanja stanovništva u pogledu rasta privrede, što uzrokuje povećanje štednje stanovništva, manje zaduživanje po osnovu potrošačkih kredita, a samim tim i smanjenje deficita na tekućem računu.

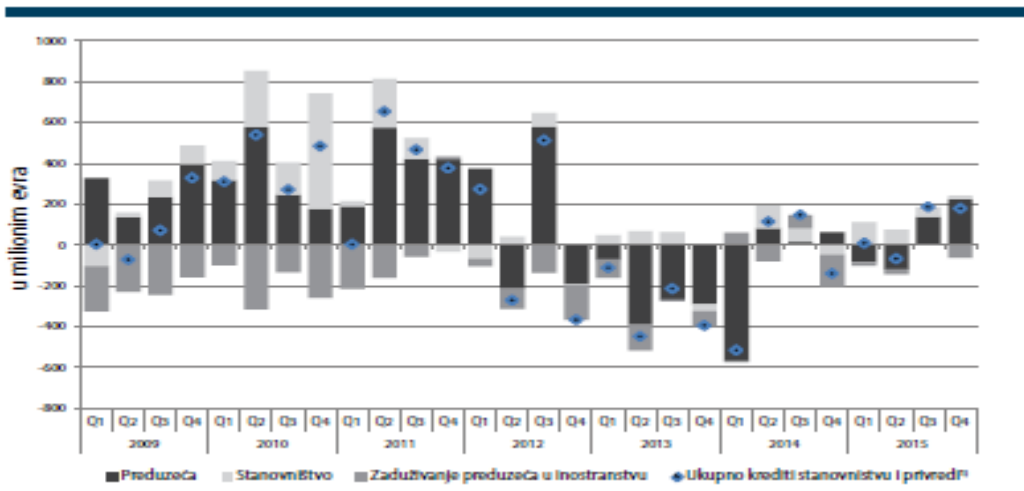
Grafikon 4-4: Kamatne stope na dinarske i indeksirane kredite, 2010-2015



Izvor: NBS, QM

Iako je slom kreditne tražnje doveo do toga da su kamatne stope u 2015. verovatno dostigle najmanji nivo u periodu od kada se slobodno – tržišno formiraju, štednja stanovništva u tom periodu kontinuirano raste. Dolazi do promene dinamike prirasta novih kredita stanovništvu i preduzećima nakon 2011. Rast likvidnosti bankarskog sektora ostvaren je najviše po osnovu povećanja domaćih depozita, prvenstveno privrede ali i stanovništva sa znatno većim rastom dinarskih u odnosu na depozite u deviznom znaku.

Grafikon 4-5: Srbija, prirast novih kredita privrede i stanovništva, 2009-2015



Izvor: NBS, QM

Teorija intertempalnog izgladivanja potrošnje objašnjava veću privatnu potrošnju od privatne štednje u početnoj fazi tranzicije, na račun očekivanog budućeg rasta. Naime, nakon 2000-te, porasla su očekivanja stanovništva u pogledu rasta i razvoja, očekujući brz rast standarda. Domaćinstva smatraju da će sadašnju potrošnju moći da kompenzuju na osnovu budućeg očekivanog rasta u prihodima u periodu kada se ekonomska situacija stabilizuje. Ova teorija je u suprotnosti sa percepcijom da ljudi imaju marginalnu sklonost ka potrošnji i da je njihova trenutna potrošnja povezana sa

njihovim trenutnim dohotkom. Aguiar i Gopinath (2004)²⁷³ smatraju da subjekti u ekonomsko razvijenim zemljama i u tranzicionim zemljama različito reaguju na iznenadni ekonomski rast. Kada razvijene zemlje beleže ekonomski rast subjekti to percipiraju kao pozitivnu promenu tranzitornog dohotka i zato podižu nivo štednje što je u skladu sa intertemporalnom teorijom o izgladivanju potrošnje. Međutim, kada se ekonomski rast pojavi u tranzicionim zemljama, subjekti to ne doživljavaju kao tranzicioni šok već kao znak da će verovatno doći do dugoročnog ekonomskog rasta i zato podižu svoj nivo potrošnje. U oba slučaja subjekti teže da izgledaju svoju potrošnju tokom vremena, ali ključna razlika je kako subjekti interpretiraju skorašnji rast i na koji način formiraju očekivanja o dugoročnom ekonomskom rastu²⁷⁴.

Do povećane štednje dolazi i usled rasta dohodka. Do rasta tekućeg dohodka nije došlo u drugom tranzicionom periodu, tako da ga ne možemo smatrati uzrokom povećanoj štednji. Kad dohodak raste, potrošnja se ne prilagođava i ne prati ga u potpunosti, već tek postepeno. Do povećane potrošnje dolazi samo onda kada potrošač oceni da je očekivana vrednost povećanja budućeg dohotka dovoljno velika. Takvo, „kaskanje“ potrošnje za dohotkom dešava se kontinuelno, i štednja je utoliko veća ukoliko dohodak brže raste. Povećana potrošnja u prvom tranzicionom periodu, i povećana štednja u drugom tranzicionom periodu se ipak najviše može prepisati očekivanjima ekonomskih subjekata u pogledu kretanja njihovog permanentnog dohodka.

Dakle, u drugom tranzicionom periodu usled smanjenog ekonomskog rasta dolazi do kontrakcije potrošnje stanovništva, smanjenih očekivanja, podizanja nivoa štednje i oporavka tekućeg računa, samim tim do intertemporalnog izgladivanja potrošnje. Ovdje prevladava dinamički argument koji inicira odluke o štednji i investicijama kao odgovor na endogene promene u intertemporalnoj ceni potrošnje.

Danas se deficit i suficit na tekućem računu seve više objašnjavaju kao pasivni odgovor na individualne odluke o štednji i investicijama, prema NOEM pristupu. Neoklasični ekonomisti gledaju na nivo štednje i investicija kao na individualne odluke, pa bi rekli da je u regularnoj teoriji o globalnim debalansima to odgovara mikroekonomskoj teoriji o štednji. Tekući račun se definiše kao „proizvod dalekovidih, intertemporalno optimizacionih pojedinaca i firmi“. Tako da se u objašnjavanju odluka o štednji i investicijama i tekućeg debalansa među zemljama koriste isti faktori. Engel and Rogers²⁷⁵ dokazuju da se očekivanja relativnog rasta ekonomije mogu koristiti da se objasni deficit na tekućem računu. Racionalna očekivanja su ona koja reflektuju sve informacije neophodne za donošenje odluka u svoj model ponašanja u budućnosti. Ukoliko rezidenti očekuju realni rast BDP-a u budućnosti, deficit na tekućem računu će slediti to optimistično predviđanje.

Na sledećem grafikonu je pomoću regresione analize izvršeno predviđanje vrednosti zavisnih promenljivih pri određenim vrednostima nezavisnih promenljivih. Ispitana je

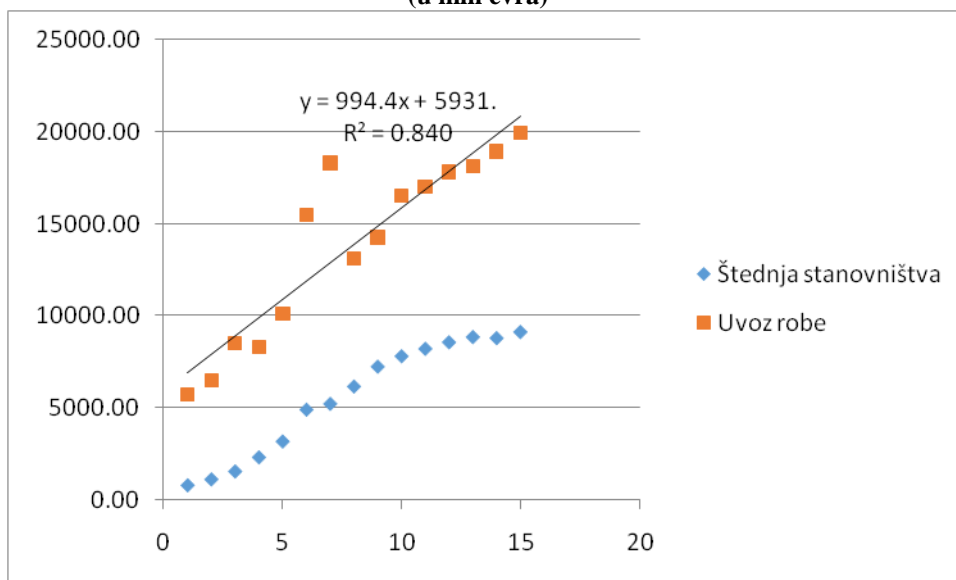
²⁷³ Aguiar, M. i Gopinath, G. (2004), "Emerging market business cycles: The cycle is the trend", NBER Working Paper No. 10734.

²⁷⁴ Boljanić, S. (2017), *Uticao SDI na tekući račun Srbije*, doktorska disertacija, Univerzitet Singidunum

²⁷⁵ Engela, C. Rogers, J. (2006), "The U.S. current account deficit and the expected share of world output", *Journal of Monetary Economics* 53, 1063–1093

vezu između štednje stanovništva i uvoza robe na trgovinskom računu. Kao mera korelacije između varijabli korišćen je Pirsonov koeficijent korelacije.

Grafikon 4-6: Štednja stanovništva u korelaciji sa uvozom robe u Srbiji za period 2002-2016 (u mln evra)



Autorov prikaz

Koeficijent korelacije u slučaju veze između štednje stanovništva i uvoza robe je jako visok i iznosi 0.93. Vrednost koeficijenta regresije (R^2), dobijen primenom metode najmanjih kvadrata, od 84% označava procenat veza između promena posmatranih parametara u periodu 2002-2016.

Iz navedenog možemo da sumiramo koji su razlozi niske štednje ili povećane potrošnje u prvom tranzicionom periodu:

1. Za rezidente tranzicionih zemalja, pojava ekonomskog rasta je signal da se ove ekonomije kreću ka zapadnom nivou životnog standarda i zato se odlučuju za zaduživanje sada, kako bi uticali na poboljšanje životnog standarda odmah.
2. Na povećanje potrošnje je uticao apresirani devizni kurs. U evropskim tranzicionim zemljama imamo pojavu apresijacije deviznog kursa zbog kapitalnih priliva iz inostranstva i to utiče na sniženje profita i štednje preduzeća.
3. Treći razlog niskog nivoa štednje u prvom tranzicionom peiodu možemo naći u visokom prilivu SDI. Negativnu korelaciju između priliva SDI i štednje dokazivali su razni ekonomisti. Vredna je pomena studija Edwardsa (1990) je u svojoj studiji zaključuje da 1% povećanja priliva SDI utiče na smanjenje domaće štednje u iznosu od 0.63%. negativnu korelaciju između SDI i nivoa štednje u tranzicionim ekonomijama možemo objasniti visokom uvoznom zavisnošću od uvoza sirovina, opreme, transfera *know-how* koji su neophodni u reprodukcionom procesu. Domen priliva SDI je uglavnom bio usmeren na sektor finansija, maloprodaju i u poslove sa nekretninama, što je iniciralo

dodatnu potrošnju kroz povećanu tražnju za kreditima u do tada nelikvidnim privredama.

4. Reforma finansijskog sektora negativno utiče na štednju. Stanovništvo ima veću inklinaciju ka potrošnji nego preduzeća. Povećani dohodak kao i dostupnost kreditima stanovništvu, u uslovima startne slabe likvidnosti direktno je realizovan kroz potrošnju i deficit na tekućem računu.
5. U tranzicionim zemljama u pretranzicionom periodu je postojala "prinudna štednja". Došlo je do poremećaja ekvilibrijuma između dohotka i raspoloživih dobara za potrošnju koji je nastao tokom 80-tih godina kada je došlo do rasta nominalnih plata koji nije praćen rastom raspoloživih potrošačkih dobara. Zbog postojanja fiksnih cena postojeća latentna tražnja nije zadovoljena postojećim proizvodima i to je rezultiralo pojavom akumulacije u vidu visoke privatne štednje koja je najčešće čuvana u likvidnoj formi²⁷⁶. Ta štednja je bila "oslobđena" sa liberalizacijom protoka robe i kapitala. Posle kriznog šoka štednja se približava srednjoročnoj vrednosti.

Na snovu kretanja veličina štednje u drugom tranzicionom periodu, možemo zaključiti da je došlo do drastičnih promena u pogledu kretanja štednje. Kao razloge možemo nabrojati:

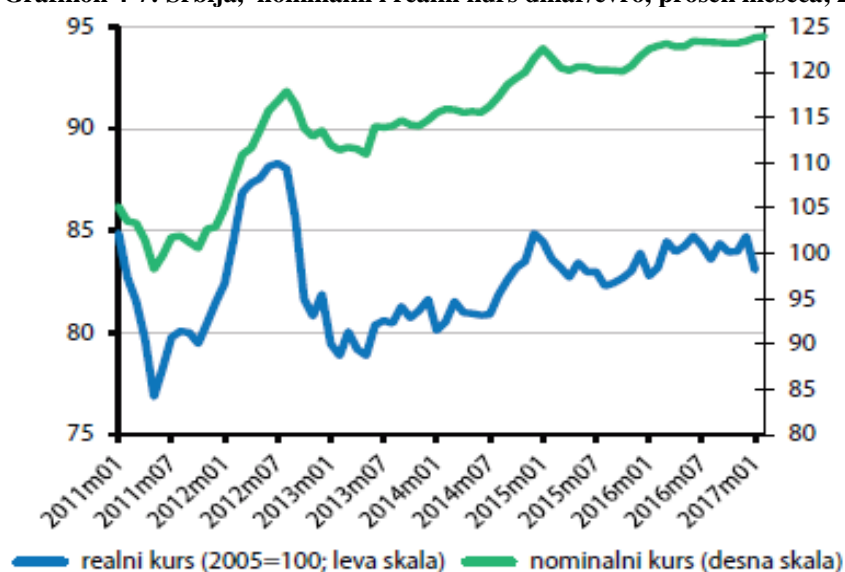
1. Nakon svetske ekonomske krize ekonomski subjekti menjaju svoja racionalna očekivanja budućeg rasta. Rast štednje pokazuje da je entuzijizam iz početnog perioda splasnulo.
2. Takođe, treba uzeti u obzir i da su socijalna zaštita i penzioni sistem u Srbiji ne ulivaju poverenje u svoju dugoročnu održivost, što utiče na povećanje nivoa štednje. Dobar sistem penzionog i socijalnog osiguranja smanjuje potrebu za povećanom štednjom stanovništva. Nije neophodan tzv "crni fond" u slučaju nezaposlenosti, bolesti itd. Dalje, prema neoklasičnoj teoriji ekonomskog rasta, starenje stanovništva ima negativan efekat na nivo investicija (Srbija je po tom trendu na vrhu evropske lestvice), jer je nivo rasta kumulativnog nivoa kapitala određen rastom radne snage i rastom kapitalne opremljenosti rada.
3. Depresijacija deviznog kursa u drugom tranzicionom periodu vrši pozitivan uticaj na zaradu i štednju preduzeća.
4. Smanjeni priliv SDI u nerazmenljivi sektor utiče direktno na smanjenje potrošnje.

4.3 DEFICIT NA TEKUĆEM RAČUNU I DEVIZNI KURS

U prethodnom tranzicionom periodu precenjen devizni kurs je bio jedan od glavnih optuženika za deficit na tekućem računu. Oko nivoa devizni kurs je vođena debata naučne javnosti i smatran je delom kao jedan od osnovnih uzročnika visokog nivoa spoljntrgovinskog deficita i nekonkurentnost srpskog izvoza.

²⁷⁶ Ibid

Grafikon 4-7: Srbija, nominalni i realni kurs dinar/evro, prosek meseca, 2010-2017



Izvor: NBS, RZS, Eurostat i proračun QM-a

Blaga deprecijacija od početka 2013. godine sigurno pozitivno uticala na konkurentnost privrede i poboljšanje odnosa razmene. Blaga deprecijacija u toku narednih nekoliko godina u dugom roku podiže konkurentnost privrede i poželjna je sve dok Srbija ne ostvari brži privredni rast, a kada se to bude desilo, onda bi čak i nepromenjen realni kurs dinara značio poboljšanje konkurentnosti privrede (Balaša Semjuelsonov efekat). Deprecijacijski pritisci su egzogene prirode i posledica su smanjenja izloženosti stranih investitora u tržištima u usponu pred početak pooštavanja monetarne politike sistema federalnih rezervi SAD-a²⁷⁷.

U kojoj meri je depresijacija uticala na povoljne odnose razmene, a u kojoj meri smanjena domaća agregatna tražnja bila bi interesantna polazna tačka za istraživanje. U prethodnim izlaganjima smo istakli da je *conditio sine qua non* uspešne devalvacije dovoljan nivo elastičnosti izvoza i uvoza. Utvrđivanje cenovne elastičnosti nije nimalo lak zadatak. Cenovna elastičnost zavisi od zemlje za koju se radi, zatim od tehnika procene i sl. Troškovi devalvacije valute za pojedine zemlje su različiti zavisno pre svega od zbira uvozne elastičnosti tražnje. Ukoliko je zbir niži, niži su i troškovi devalvacije vezane za pogoršanje odnosa razmene zemlje. Zbir elastičnosti srpsog izvoza je 0.5 (Tasić, 2008). Logičan zaključak je da je na poboljšanje odnosa razmene srpske privrede veći uticaj imalo smanjenje domaće agregatne tražnje usled restriktivne fiskalne politike i smanjenja iznosa nadnica u državnom sektoru usled fiskalne konsolidacije.

Struktura spoljnotrgovinskog sektora je preduslov uspeha/neuspeha devalvacije. Takođe, treba imati u vidu da za samo zemlje sa jakom industrijalizacijom izvoznom orijentacijom strategija devalvacije ima značaja. Za zemlje koje svoj razvoj započinju supstitucijom uvoza, potrebne su mnogo veće promene u relativnim cenama radi jačanja izvozne orijentisanosti. Takođe zemlje koje imaju komparativne prednosti u izvozu, sa

²⁷⁷ FREN, (2015), "Kvartalni monitor 43", www.fren.org.rs

jakom cenovnom konkurencijom devalvacija može odigrati ulogu jačanja izvozne pozicije. Međutim zemlje koje u svom izvoznom višku polaze od primarnih proizvoda, koje se u uvoznom delu susreću sa neelastičnim uvozom imaju preduslov da devalvacija ne odigra ulogu koja se od nje očekuje. Zemlje sa uvozom koji čine uglavnom hrana, mineralne sirovine, nafta, hemijski i bazni industrijski proizvodi nalazi se u nepovoljnom položaju. Na drugoj strani zemlje koje u svom izvoznom portfoliju imaju piće, duvan, mašine i alate, transportna sredstva i druge industrijske proizvode imaju veće šanse za uspešnu devalvaciju jer su elastičnosti uvozne tražnje kod tih proizvoda više. Za uspeh devalvacije bitan je procenat promena relativnih cena i vreme kada se ona vrši. Da bi nominalna devalvacija bila uspešna, odnosno da bi ostvarila realno prilagođavanje, vrlo je važno da je ne prati ekspanzivna kreditna i fiskalna politika kao ni politika indeksacije nadnica (poslednje je vezano za Pazo-Simonsenov mehanizam koji smo pomenuli u jednom od poglavlja)

Jedan od načina merenja efikasnosti devalvacije je beleženje uticaja nominalne na realnu devalvaciju. Izračunava se pomoću racia kumulativnog elasticiteta realnog deviznog kursa u odnosu na nominalni devizni kurs za godinu devalvacije ili 1,2,3 godine posle devalvacije.

$$\text{NDEKS "EFEKTIVNOSTI"} = \text{RER}_k / E_k$$

Simbol k označava godinu devalvacije, RER_k predstavlja promenu realnog deviznog kursa između godine pre devalvacije i godine posle devalvacije. E_k je nominalna promena deviznog kursa za vreme posmatranog perioda. Devalvacija će se smatrati potpuno uspešnom ukoliko ovaj indeks premašuje vrednost 1, što bi značilo da je uspešnost 100% ili da se prilagođavanje deviznog kursa u potpunosti prenelo na realnu devalvaciju. Ovakav ishod je redak u stvarnosti zbog različitog sklopa uticaja koji otežavaju apsolutno preslikavanje pa se toleriše procenat erozije devalvacije i do 70%, dakle indeks efektivnosti tri godine posle devalvacije treba da prelazi okvir od 0.3.

Efikasnost devalvacije se ogleda i u načinu na koji će promena u relativnim cenama poboljšati platni bilans za šta će nam poslužiti sledeći entitet:

$$\text{TB} = X - eP/P * Q$$

X predstavlja nacionalni izvoz, Q količinu uvezene robe, odnos $eP/P * Q$ meri vrednost uvoza izraženoj u domaćoj valuti²⁷⁸.

Uticaj devalvacije na platni bilans je moguć menjanjem obima i strukture proizvodnje u zemlji tako da razlika proizvodnje i inducirane potrošnje menjaju saldo platnog bilansa, u dugom roku. Međutim, na dugi rok treba imati u vidu i druge pravce u koje ekonomija sa izborom konkurentne valute može da krene. Ukoliko bi se nastavilo sa deprecijacijskim talasima dupli efekte devalvacije su neminovni za srpska ekonomiju

²⁷⁸ Grubišić, Z. (2005), "Apresijacija deviznog kursa i monetarna politika NBS – uloga deviznog tržišta", UDC 339.743(497.11), Ekonomska misao, 38, (3-4)

usled naglašenog "izvornog greha", visoke evroizacije i snažnih fundamentalnih procesa neravnoteže:

1. U svakom slučaju devalvacija je iznuđena mera i predstavlja neuspeh domaće ekonomske politike u očuvanju interne i eksterne neravnoteže. Interne, jer je stopa rasta domaćih cena veća nego u inostranstvu čime valuta postaje precenjena i daje pogrešne signale o alokaciji resursa.
2. Do suficita u platnom bilansu prema monetaristima dolazi i zbog tzv. "zupčastog efekta". Nakon devalvacije rastu cene iskazane u valuti koja devalvira dok uvozne cene ne padaju u zemlji koja revalvira kurs. Ovaj efekat se objašnjava preko *zakona jedne cene* koji pretpostavlja slobodnu trgovinu, kaže da se sva roba prodaje po istoj ceni kad se konvertuje u zajedničku valutu. Dalje, cenovna konkurentnost robe koja je predmet međunarodne razmene se ne menja. Ukoliko je tražnja za ovom vrstom robe velika smanjiće realnu količinu novca. Porast tražnje za novcem će se zadovoljiti ili porastom domaćih kredita ili porastom deviznih rezervi što vodi u suficit platnog bilansa
3. Veoma bitna odrednica za uspeh devalvacije je fenomen očekivanja, tj. da li privredni subjekti imaju predstavu o predstojećoj devalvaciji, čiju promenu ugrađuju u cene ili pak ih devalvacija zatekne elativno „nespreme“. U današnje vreme očekivanja igraju veoma bitnu, ako ne i odlučujuću ulogu u koncipiranju ekonomske politike i ponašanju privrednih subjekata.
4. Veoma često zbir elasticiteta nije dovoljno visok za pretpostavljeni uspeh devalvacije, zatim, nije moguće u kratkom roku usmeriti absorbciju sa uvoznih na domaće proizvode, čime devalvacija pogoršava internu ravnotežu poskupljujući uvoz.
5. Činilac koji takođe može imati znatno dejstvo na absorbciju jeste „iluzija novca“. Iako dolazi do porasta nominalnih dohodka privredni subjekti mogu odlučiti da troše manje zbog viših cena. Iako ovaj fenomen može da dovede do smanjenja absorbcije, može dovesti i do smanjenja štednje. Takođe, ako u privredi postoje inflatorna očekivanja može doći do požurivanja kupovine, što može nepovoljno uticati na trgovinski bilans bar na kratak rok.
6. Ako nadnice zaostaju za cenama, dolazi do porasta profita kao posledica devalvacije, a više cene vode transferu dohodka od onih koji primaju fiksne dohodke ka ostalim slojevima društva. Ukoliko je transfer dohodka usmeren od onih sa visokom marginalnom sklonošću u potrošnji ka onima čija je sklonost manja, može doći do povećanja investiranja pa samim tim ne vodi nužno smanjenju absorbcije.
7. Devalvacija može uticati na nacionalni dohodak direktnim putem, kroz bolje korišćenje kapaciteta i posredstvom promene odnosa razmene (*terms of trade*). Veoma bitno je da se domaća ponuda novca drži pod kontrolom jer će u protivnom neravnoteža ponude i tražnje za novcem, u slučajevima kada je uvozna tražnja smanjena, uticati na dalji rast cena čime se efekat devalvacije potire.

Rešenje za eksternu neravnotežu možemo biti u povećanju proizvodnje kroz kombinaciju restriktivne i redistributivne politike koje mogu poboljšati platni bilans bez pogoršanja interne neravnoteže. Ova politika podrazumeva veću proizvodnju robe za izvoz i substituciju uvoza, tj. veću ponudu robe koje se međusobno razmenjuju, dok

tražnja robe koja nije predmet međunarodne razmene raste. Deficit platnog bilansa podrazumeva da se potrošnja smanji merama restriktivne monetarne i fiskalne politike ili pak njihovom kombinacijom, te promene u dohodku moraju biti veće od promene u agregatnoj tražnji. Poboljšanje eksternih računa prema ovom modelu je moguće u slučajevima kada dohodak ostaje konstantan, a absorpcija pada, kada dohodak raste, dok je absorpcija konstantna, zatim ako je opadanje nivoa dohodka manje od opadanja nivoa absorpcije. Ukoliko je nakon devalvacije dohodak pozitivan, a marginalna sklonost absorpciji manja od jedinice trgovinski bilans će se poboljšati (mana ovog pristupa je što je teško izračunati marginalnu sklonost absorpciji).

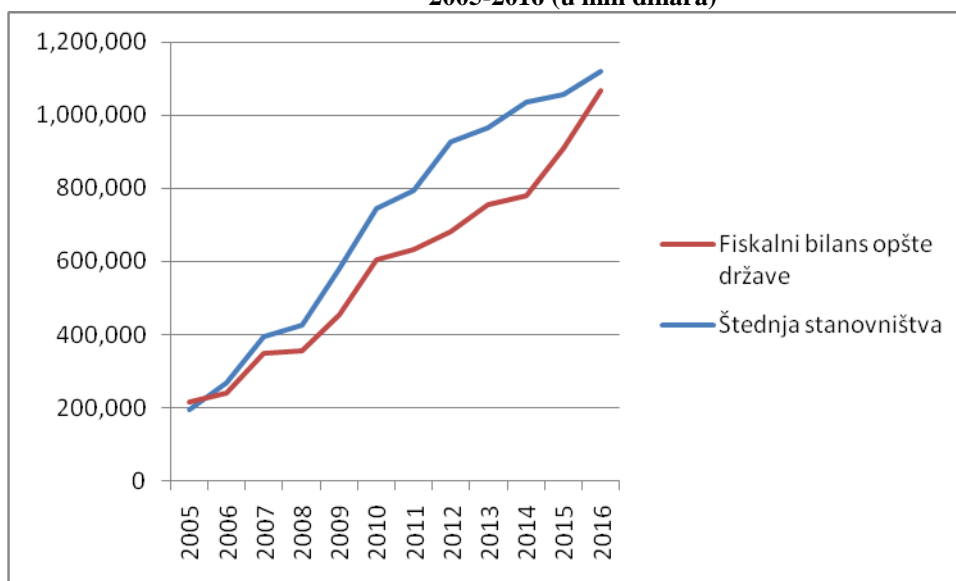
Treba obratiti pažnju na upozorenje svojevremeno glavnog ekonomiste Svetske banke J. Štiglica. On ističe da je primena MMF-ovih programa devalvacije uz primenu restriktivne politike ograničenja potrošnje u cilju stvaranja izvoznog viška, stvorila jaku recesiju u zemljama Istočne Azije. Glavna briga MMF-a je bila da inflacija posle devalvacije ne eskalira. Posledica je bila snažna recesija koja je smanjila uvoz, a time i izvoz drugih zemalja u regionu, šireći tako svoje dejstvo. Ovo je dalje uslovalo pad cena sirovina, pogotovu nafte stvarajući recesiju u Rusiji kao velikom proizvođaču nafte.

Mnogo toga je rečeno o nužnosti i efikasnosti devalvacije. Nažalost ona je neophodna mera nakon dugog perioda deficita trgovinskog bilansa i preценjenosti valute. Optimalna je, međutim, politika vođenja realnog kursa koja pre svega vodi računa o balansu između spoljne i unutrašnje ravnoteže.

4.4 JAVNI DUG KAO DEFICITARNA KOMPONENTA

Deficit tekućeg bilansa može da bude rezultat nedovoljne štednje državnog ili privatnog sektora. Deficit tekućeg bilansa koji je rezultat niske domaće štednje, ima manje izgleda da bude održiv od onog koji je rezultat visoke stope domaćih investicija. Ovaj zaključak je logički proistekao iz činjenice da investicije u osnovi predstavljaju ulaganja u proizvodnju na čije ime može doći do otplate nastalih dugovanja u jednom od narednih perioda. Rikardova teorija ekvivalencije se često spominje kada se objašnjava veza između dva deficita, budžetskog i tekućeg. Rikardo tvrdi da bez obzira kako je finansiran budžetski deficit (zaduživanjem ili niskim javnim prihodima) konačni efekat na tražnju će biti isti u smislu da domaćinstva absorbuju sav dug države. U vremenu visokih deficita domaćinstva će smanjiti svoju potrošnju u anticipiranju većih poreza u narednom periodu i *vice versa*. Rikardova teorija ne funkcioniše na tranzicionim ekonomijama, i deficit na tekućem računu nije korelaciji sa budžetskim deficitom.

Grafikon 4-8: Uporedni prikaz kretanja fiskalnog bilansa i štednje stanovništva u Srbiji za period 2005-2016 (u mln dinara)



Izvor: Autorski prikaz prema podacima NBS

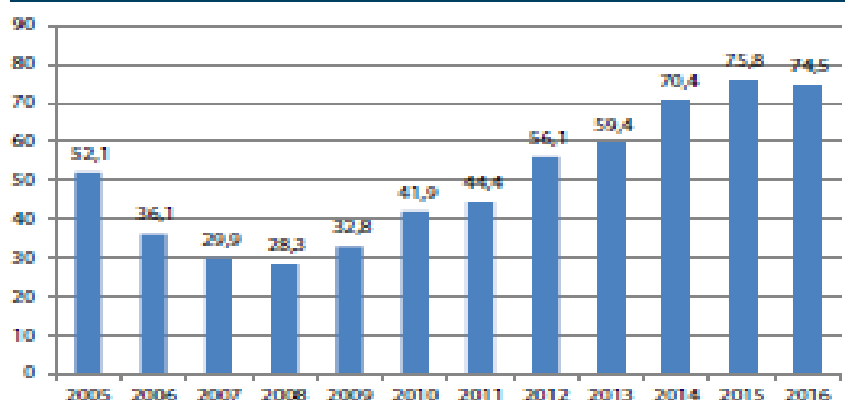
U slučaju Srbije potrošnja prati rast fiskalnog deficita i korelacija je negativna, visoka i značajna i iznosi -0,72. Fiskalni bilans i štednja stanovništva se kreću u različitim pravcima. Povećanje fiskalnog deficita vodi ka smanjenju štednje stanovništva, tj. ekspanzija fiskalnog sektora vodi ka stimulisanju potrošnje i posledično pogoršanje trovinskog računa. Sledeći entitet definiše relacije, štednje, tekućeg računa i investicija.

$$CA = Sp + Sg - I$$

Povećanje javne štednje Sg se neutrališe smanjenjem privatne štednje Sp (usled veće potrošnje) ili povećanjem nivoa investicija. Suprotno tome u periodu recesije dolazi do povećanja budžetskih deficita. Postoje još dva indirektna kanala kroz koji se manifestuje fiskalni deficit na tekući račun. Fiskalna ekspanzija utiče na podizanje kamatnih stopa, što pospešuje priliv kapitala i samim tim apresira domaću valutu, izazivajući smanjenu konkurentnost privrede. Druga opasnost od konstantnih fiskalnih deficita je gubljenje poverenja kod investitora i pad ulaganja u državne obveznice, kao i povlačenje kratkoročnog kapitala.

Javni dug je u 2015. godini iznosio je 75,6% BDP što predstavlja relativno usporavanje rasta duga u odnosu na prethodni period. Najznačajniji faktori koji su uticali na rast javnog duga su finansiranje fiskalnog deficita i snažna depresijacija kursa dinara prema dolaru. Sporiji relativni u odnosu na apsolutni rast javnog duga posledica je, pre svega, rasta BDP-a.

Grafikon 4-9: Javni dug Srbije (%BDP)



Izvor: NBS, QM

Fundamentalni uzroci njegovog nastanka nisu otklonjeni, budući da poslovno-financijsko restrukturiranje i/ili privatizacija preduzeća koja su bila najveći uzroci rasta indirektnog duga (Srbijagas, petrohemijski kompleks i dr.) nije izvršeno, a u nekim slučajevima ni započeto. Ova preduzeća trenutno ne generišu velike gubitke kao ranije i ne iskazuju potrebu za osetnijom državnom pomoći, pre svega zbog niske cene energenata na svetskom tržištu, što znači da bi vraćanje tih cena na višegodišnji prosek, ponovo dovelo do gubitaka i rasta indirektnog duga. To znači da je za trajno zaustavljanje rasta javnog duga neophodno dodatno sistemsko smanjenje deficita za oko 1,5% BDP-a, a za osetnije smanjenje duga u dugom roku, potrebno je nakon toga dodatno smanjiti deficit za još 1-1,5% BDP-a, tako da se on stabilizuje na nivou od oko 1% BDP-a. Za uspeh fiskalne konsolidacije, neophodno nastaviti sa uvođenjem mera na smanjenju rashoda (pre svega na subvencije i zaposlene), kao i mera za povećanje prihoda, kroz sistemsko suzbijanje sive ekonomije. Osim toga, neophodno je ubrzati privatizaciju i restrukturiranje državnih i javnih preduzeća (EPS-a, Železare, RTB Bor, petrohemijskog kompleksa, Srbijagasa, i Železnica), kako bi se sprečio nastanak kvazifiskalnog deficita u formi velikih gubitaka, koje bi država u budućnosti finansirala iz poreskih prihoda. Takođe je neophodno povećati restriktivnost dodele subvencija za investicije i zapošljavanje, davanjem podsticaja samo za veće projekte sa znatnim eksternim efektima. Srbija je 2005. godine započela poresku utakmicu u regionu, jer je prva oborila stopu poreza na dobit na 10%, što je zatim uradila i većina drugih zemalja regiona, da bi nakon toga Srbija prešla u zonu negativnih poreza, izdašnom politikom subvencija, što sada počinju da čine i druge države. Na taj način se zemlje regiona uključuju u tzv. „trku ka dnu“, jer ovakva konkurencija negativno utiče na njihove fiskalne deficite, dok je nivo stranih direktnih investicija u njima i dalje relativno manji nego u zemljama centralne Evrope²⁷⁹.

Učvršćenje makroekonomske stabilnosti i ubrzanje reformi, uz povoljne međunarodne okolnosti, omogućilo bi povećane stope rasta privrede, a to bi donelo dodatne poreske prihode. Ubrzanje rasta BDP sa prošlogodišnjih 1% na 4% godišnje (što bi moglo da se ostvari u roku od nekoliko narednih godina), generisalo bi dodatne prihode od oko 1% BDP. Međutim, održiv rast privrede Srbije u budućnosti zahteva iznad prosečan rast

²⁷⁹ FREN, (2015), "Kvartalni monitor 43", www.fren.org.rs

investicija i izvoza, komponenti BDP koje generišu manje poreske prihode. Procena je da će dostizanje dugoročno održive stope rasta od oko 4% BDP-a generisati dodatne prihode od najviše 0,8% BDP. Iz prethodnog je prilično jasno da rast privrede neće biti dovoljan za smanjenje fiskalnog deficita na dugoročno održiv nivo od oko 1% BDP, nego da će biti neophodne dodatne mere štednje. Osim toga, sa rastom BDP-a sasvim je izvesno da će se pojačati zahtevati za povećanje nekih komponenti javne potrošnje, a naročito plata i penzija, pa se stoga može očekivati da će neto efekat rasta privrede, na smanjenje fiskalnog deficita biti još manji.

4.5 EFEKTI PRILIVA SDI NA TEKUĆI RAČUN

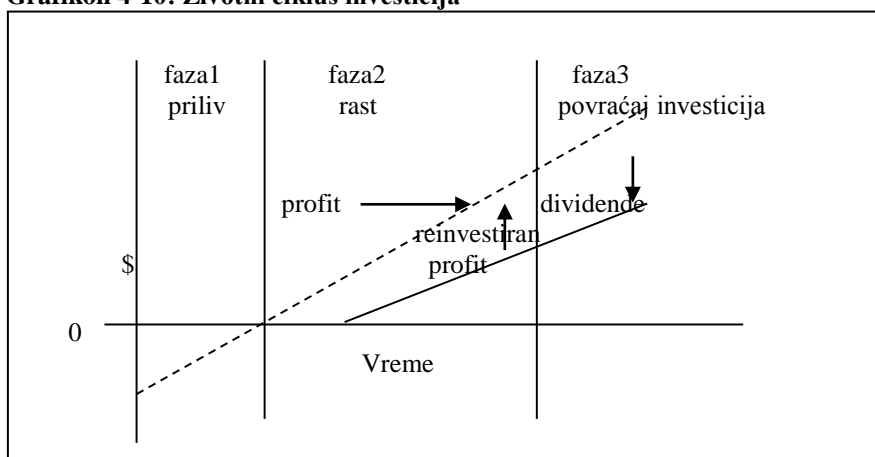
"Studije koje koriste agregatne podatke nisu bile u mogućnosti da pruže ubedljive dokaze o pozitivnom uticaju SDI na ekonomski rast. Pozitivni efekti na rast takođe zavise od sektorske strukture SDI i njihove interakcije sa domaćim investicijama. Tokovi u primarni sektor bi mogli imati ograničena korisna prelivanja, jer obično podrazumevaju mega projekte koji retko koriste intermedijarna dobra domaće proizvodnje. SDI u proizvodni sektor, sa druge strane, uglavnom imaju značajan uticaj na rast BDP-a zbog jačih veza između ovog sektora i ostatka ekonomije, u sektoru usluga nemaju značajni uticaj. Neke studije napominju da SDI povećavaju rast samo u ekonomijama koje imaju prave početne uslove, uključujući visoke nivoe humanog kapitala, razvoj finansijskog sektora, i politike podsticanja slobodne trgovine".²⁸⁰

Jedna od direktnih koristi od SDI je reinvestirana zarada koja će se manifestovati na tekući račun zemlje²⁸¹. Da li će reinvestirana zarada imati efekat na magnitudu eksternog deficita zavisice od tri faktora. Prvi faktor je kvantitativnog karaktera: što je veći relativni stok SDI prema veličini ekonomije, i što su profitabilnije strane firme, veći je pul novca koji može biti reinvestiran u lokalne podružnice stranih firmi. Drugi faktor je kvalitativan i odnosi se na specifičnu sposobnost zemlje da privuče profit od dividendi. Ova odluka će zavisiti od raznih faktora uključujući percepciju rizika, poreski tretman dividendi, itd. Treći faktor se odnosi na vremenski faktor tj. na finansijski životni ciklus SDI, kao što je prikazano na slici.

²⁸⁰ Kose, M., Prasad, M., Rogoff, K., Wei, S. (2009), "Finansijska globalizacija, ponovna procena", PANOECOMICUS, 2009, 2

²⁸¹ Prema metodologiji MMF-a devizni tokovi i transakcije između rezidenta i nerezidenta koji ne prelaze granice zemlje moraju se evidentirati u platnom bilansu, u slučaju reinvestirane dobiti stranih firmi evidentira se na debitnoj strani. Ovo pravilo je razumljivo za dividende tog preduzeća, međutim veliki deo reinvestirane dobiti se troši u zemlji domaćinu. Ovakvo pravilo je neophodno zbog prirode dvostrukog knjigovodstva po kome funkcioniše platni bilans i evidentira posed strane aktive u zemlji domaćinu. Tako da reinvestirana dobit pozitivno utiče na finansijski bilans i negativno na tekući bilans. U slučaju velike novčane mase ovakve reinvestirane dobiti tekući račun, bez dublje analize, može izgledati podložan valutnim krizama.

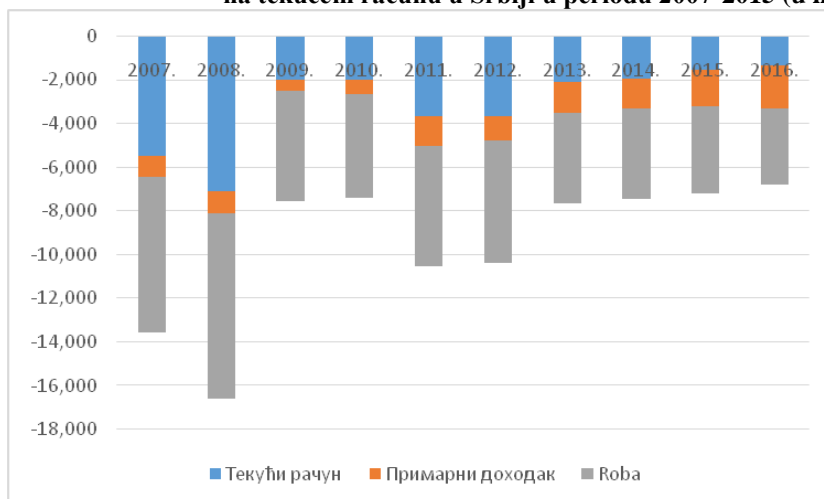
Grafikon 4-10: Životni ciklus investicija



Izvor: Brada, Josef C., Vladimir Tomšik. "The foreign direct investment financial life cycle: evidence of macroeconomic effects from transition economies." *Emerging Markets Finance and Trade* 45.3 (2009): 5-20.

Na slici je stilizovani prikaz odnosa između profita, dividendi i reinvestirane dobiti u toku finansijskog ciklusa SDI. U prvoj fazi strana kompanija se suočava sa troškovima i malim profitom. Troškovi su naročito značajni u tranzicionim ekonomijama zbog reinvestiranja i restrukturiranja. U drugoj fazi podružnice stranih kompanija postaju uspješnije, profitabilnije, ali je potrebno još uvek veliko ulaganje. Iz tog razloga veliki deo profita ostaje u zemlji. Dužina ove faze zavisi od dubine tržišta i stupnja do koga firma može da jača svoje kapacitete. Treća faza je doba zrelosti SDI, tržišni udeo opada i firma prisvaja veliki deo „kolača“. Rezultati relevantni studije pokazuju da prva faza traje od četiri do šest godina, a druga faza oko šest godina u tranzicionim ekonomijama.²⁸² Efekti SDI na dohodovni balans u Srbiji je očigledan: strano vlasništvo aktive implicira umanjeње dohodka u formi dividende i profita.

Grafikon 4-11: Primarni dohodak i spoljnotrgovinski bilans kao komponente deficita na tekućem računu u Srbiji u periodu 2007-2015 (u mln evra)



Izvor: Autorov prikaz prema podacima NBS

²⁸² Brada, Josef C., Vladimir Tomšik. "The foreign direct investment financial life cycle: evidence of macroeconomic effects from transition economies." *Emerging Markets Finance and Trade* 45.3 (2009): 5-20.

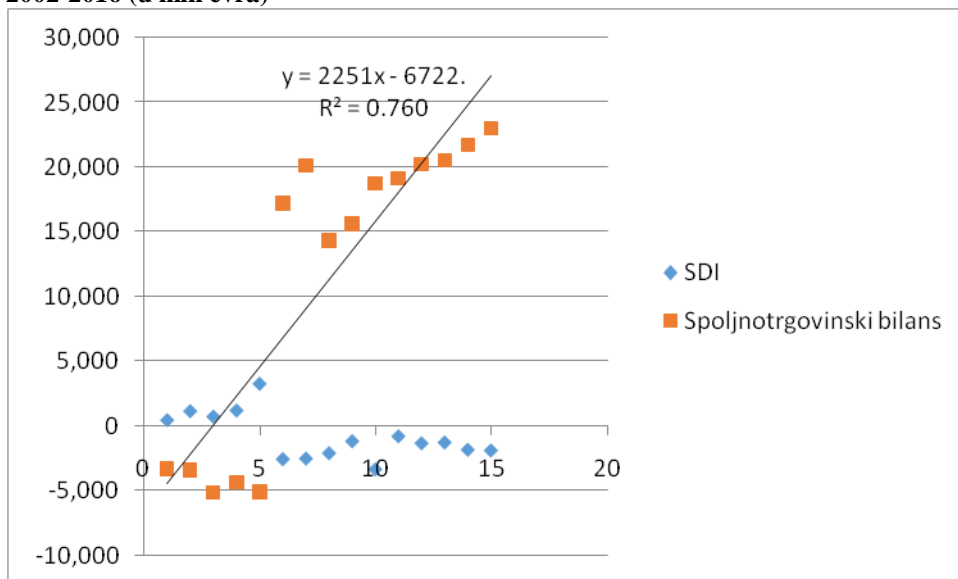
Odliv na primarnom računu u posmatranom periodu, u najvećoj meri je determinisan prilivom kapitala u prošlom periodu. Primećujemo postepeni porast odliva kapitala po osnovu otplate dividendi, dohodka od direktnih i portfolio investicija. Rezultirajuća neto eksterna pozicija, mora ponovo biti finansirana prilivom strane štednje, koja će dalje uvećavati deficit na tekućem računu. Na taj način ZUT ulaze u kolo zavisnosti od SDI. Konsekvence zavisnosti od inostranog kapitala su mogućnosti iznenadnog prekida priliva kapitala i seljenja proizvodnje u zemlje sa još jeftinijom radnom snagom uz izazivanje krize deviznog kursa i pada standarda. Brojne empirijske studije potvrđuju da profiti multinacionalnih kompanija ZUT premašuju profite u zemlji domaćinu. (Havrylchuck O., Jurzyk, E., 2006, Altzinger, 2005). Kapital iz Srbije se ne odliva samo po osnovu dobiti već i putem transfernih cena. Takođe, problem postaju međukompanijske pozajmice. Centrale stranih kompanija odobravaju kćerkama firmama u Srbiji kredite koji moraju biti vraćeni, umesto da im daju dodatni kapital, što menja strukturu SDI.

Čak iako strana kompanija doprinosi rastu BDP-a, ne znači automatski da će rasti BNP. U dugom roku dolazi do divergencije između BDP i BNP, zbog promene vlasničke strukture u korist stranih multinacionalnih kompanija. Priliv SDI podrazumevaog je uglavnom akviziciju aktive u Srbiji. Veliki deo finansijskih sredstava dobijeni prodajom “porodičnog srebra” iskorišćen je za potrošnju pre nego za širenje industrijske baze. Predominantni razlog priliva SDI u Srbiji je osvajanje tržišta, a veoma mali broj je izvozno orijentisanih investicija. Zato ne postoji veza između bruto fiksnih investicija i GDP-a, i zato postoji negativna relacija između SDI i rasta (Mencinger, 2003). Veliki deo investicija u prethodnom periodu je skoncentrisano u visoko profitabilnim sektorima: finansijske usluge, nekretnine i telekomunikacije. Ovo implicira da SDI ne doprinose mnogo horizontalnom i vertikalnom transferu tehnologija i know how. U navedenim slučajevima SDI povećava uvoz, povećavajući deficit na trgovinskom računu. Očekuju se pozitivni efekti na trgovinski bilans u zemlji domaćinu, ukoliko je glavni razlog dolaska kompanije jeftina radna snaga (Mencinger, 2009), a negativni ukoliko je cilj novih inostranih investicija osvajanje novih tržišta. Ukoliko SDI prvo povećaju, a kasnije postepeno smanjuju trgovinski bilans, dominantni razlog priliva istih je bio smanjenje troškova rada. Ukoliko su pozitivni efekti manji od sume negativnog efekta na strani primarnog dohodka i “strukturalnog deficita” na tekućem računu, zemlja se suočava upornim deficitom na tekućem računu. Za smanjenje trgovinskog deficita biće relevantna ulaganja u proizvodnju razmenljivih dobara. Ovde dotičemo krucijalno pitanje prirode deficita tekućeg bilansa. Ukoliko on zaista zadovoljava investicionu tražnju i na neki način predstavlja ulaganje u budućnost – može se smatrati opravdanim njegovo postojanje kao odraz buduće ekonomske snage privrede.²⁸³ Negativni i pozitivni efekti SDI se smenjuju. Nema sumnje da multinacionalna kompanija povećava efikasnost, ipak visoka specijalizacija u okviru kompanije može dovesti do pucanja veze koja je postojala između prethodne domaće kompanije i dobavljača. Rezultat je povećanje koristi za multinacionalnu kompaniju, ali ne i za domaćina. Što se tiče konkurencije, multinacionalna kompanija može uspostaviti moćan monopol koji uništava domaću konkurenciju.

²⁸³ U periodu 1970–1982 Singapur je beležio znatan deficit tekućeg bilansa, koji je početkom '70-ih godina 20. veka dostigao 20% GDP. Ovi visoki nivoi deficita tekućeg bilansa su, međutim, bili praćeni velikim prilivom stranih direktnih investicija, visokim stopama privrednog rasta i rastom stope štednje i nije rezultirao pojavom krize.

SDI utiču na na tekući račun direktno kroz deficit ili suficit. SDI utiču na trgovinski bilans kroz uvoz i izvoz, koji u obrnutom pravcu utiču na SDI. Da li će uticaj biti pozitivan ili negativan zavisi od strukture SDI. Da bi SDI pozitivno uticale na spoljnotrgovinski bilans, najjača veza bi trebalo da bude između SDI i proizvodnog podračuna (Aizenman, J. and Noy, I, 2005). Uticaj SDI na spoljnotrgovinski bilans može biti direktan i indirektan. Dikektan uticaj se ogleda u povećanju izvoza (strane afilijacije povećavaju proizvodnju namenjenu izvozu), putem povećanja uvoza (sirovina, repromaterijala neophodnih u procesu proizvodnje) i putem supstitucije uvoza. Treba imati u vidu da je priliv SDI utiče na apresijaciju valute koja dodatno pogoršava trgovinski račun. Na sledećem grafikonu je ispitana jačina veze između trgovinskih i investicionih tokova u Srbiji. Nezavisna promenljiva je priliv stranih direktnih investicija, dok je zavisna promenljiva spoljnotrgovinski bilans Srbije. Na osnovu regresione analize izvršeno je predviđanje vrednosti zavisnih promenljivih pri određenim vrednostima nezavisnih promenljivih. Kao mera korelacije između varijabli korišćen je Pirsonov koeficijent korelacije.

Grafikon 4-12: Rast spoljnotrgovinskog deficita u korelaciji sa prilikom SDI u Srbiji (u periodu 2002-2016 (u mln evra))

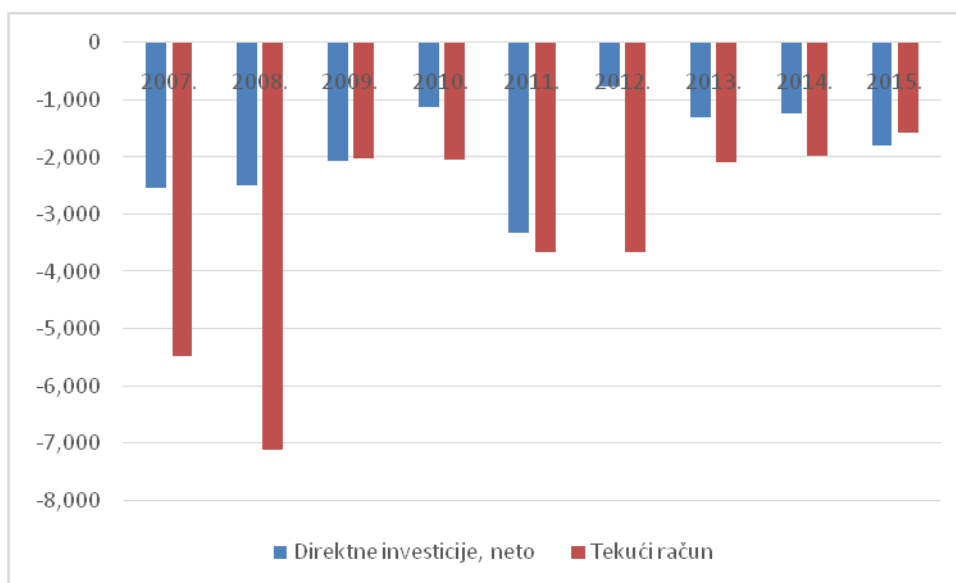


Izvor: Autorov prikaz

Koeficijent korelacije je -0.86, što potvrđuje da postoji jaka i statistički značajna negativna veza između varijabli. SDI i spoljnotrgovinski bilans su suprotnog smera. Koeficijent korelacije (R^2) je 0.76, što znači da se 76% promena na spoljnotrgovinskom računu može objasniti promenama u prilivu SDI.

Odnos SDI i tekućeg računa u drugom delu tranzicionog procesa Srbije je bitno različit od perioda opisanog u prethodnom poglavlju. Iako je došlo do značajnog smanjenja investicija, deficit na tekućem računu je smanjen u većoj proporciji. Značajniju korelaciju treba tražiti i na strani drugih uzroka osim SDI.

Grafikon 4-13: Odnos SDI i tekućeg računa Srbije u periodu 2007-2015, (u mln evra)



Izvor: Autorov prikaz prema podacima NBS

Dolazi do znatnog smanjenja deficita na tekućem računu, ali i kontrahovanja priliva SDI. Tek u 2015. dolazi do oživljavanja inostranih aktivnosti u našoj zemlji i povećanja priliva investicija. Privredna aktivnost od 2010. do 2015., iz koje su isključeni jednokratni uticaji, već šest godina bila je u dosta stabilnoj stagnaciji – odnosno ostvarila je gotovo zanemarljiv prosečan godišnji rast od 0,3%. Zbog toga smatramo da je stagnacija privredne aktivnosti trajni, strukturni, trend domaće ekonomije u kom se ona nalazila praktično svo vreme nakon izbijanja prvog talasa krize iz 2008. i 2009. godine. Struktura BDP-a u Srbiji otkriva da se iza stagnacije privredne aktivnosti od 2010. godine krije nedovoljan nivo investicija. Njihovo učešće u BDP-u je znatno ispod 20% BDP-a (prosečan nivo bruto investicija u periodu 2010-2014. iznosio je 18,5% BDP-a) – što nije dovoljno za pokretanje privrednog rasta. U periodu pre krize (od 2003. do 2008.), kada je prosečna stopa rasta BDP-a iznosila oko 5,5%,² učešće investicija u BDP-u Srbije iznosilo je oko 22%. Izrazito nizak nivo investicija nije jedini razlog zbog kog je njihov snažan rast ključan preduslov za trajni i održivi izlazak privrede Srbije iz stagnacije. Trenutno ne postoji nijedna druga komponenta BDP-a koja može da se održivo povećava duži niz godina i tako neposredno pokreće rast ukupnog BDP-a u srednjem roku. Struktura BDP-a Srbije je takva da u njoj potrošnja sigurno neće moći da bude održivi pokretač rasta u narednim godinama. "Stvarni prostor za trajnije ubrzanje privredne aktivnosti, što bi praktično značilo i izlazak iz stagnacije, jeste rast neto izvoza i investicija, gde su investicije naročito bitne. To je zato što je rast izvoza samo na osnovu postojećih, neiskorišćenih kapaciteta, moguć samo u ograničenom vremenskom periodu, a za trajno oslanjanje privrede na rast neto izvoza, potrebno je prethodno investiranje u nove proizvodne kapacitete (usmerene u proizvodnju razmenjivih dobara)".²⁸⁴

²⁸⁴ Fiskalni savet., (2016), "Ekonomski oporavak, zaposlenost i fiskalna konsolidacija: pouke iz 2015 i izgledi za 2016 i 2017. godinu"

"U novonastalim okolnostima, dalje smanjenje potrošnje i povećanje domaće štednje su jedini način da se investicije povećaju bez povećanja deficita tekućih plaćanja i prekomerne zaduženosti zemlje. Postkrizni model rasta i razvoja Srbije 2011–2020 u osnovnom scenariju podrazumeva da je za projektovani prosečni rast GDP od 5,8% do 2020. godine neophodno od 28% u 2020. godini, dok se smanjuje učešće potrošnje sa 92,5% u 2011. godini na 81% u 2020. godini. Istovremeno, nacionalna štednja bi trebalo da dostigne učešće od 23,6% u 2015. godini i 27,7% u 2020. godini. Izvozno orijentisana strategija razvoja podrazumeva povećanje učešća izvoza roba i usluga u GDP na 65% u 2020. godini, dok bi tekući deficit bio smanjen na 3,3% GDP u 2020. godini".²⁸⁵ Postkrizni model rasta i razvoja je optimističan za sadašnji trend kretanja neto investicija. Najveći postotak investicija u odnosu na BDP, bio je u pretkriznom periodu u toku 2006. godine.

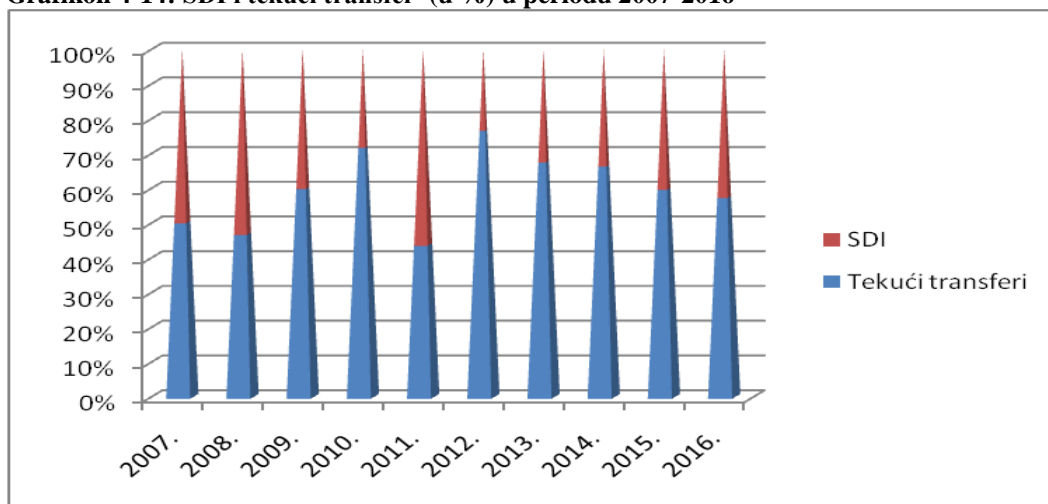
Tabela 4-1: Strane direktne investicije, kao % BDP (2001-2016)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Strane direktne investicije kao % BDP	1.3	2.9	6.4	3.9	5.9	13.6	8.6	7.4	6.7	3.8	9.9	2.4	3.8	3.7	5.4	5.5

Izvor: www.mfin.org.rs

Cela politika razvoja se zasniva na privlačenju stranih investicija prvenstveno preko ogromnih poreskih subvencija i niske cene rada. Neizostavno se treba okrenuti unutrašnjim resursima i alternativnoj politici ekonomskog podsticaja. Čini se da su zanemarene doznake radnika u inostranstvu. Na sledećem grafikonu je prikazan procentualni odnos ukupnih tekućih transfera i neto priliva SDI, kao dva kontraračuna platnog bilansa.

Grafikon 4-14: SDI i tekući transfer (u %) u periodu 2007-2016



Izvor: Autorski prikaz prema podacima Narodne banke Srbije

²⁸⁵ FREN, "Postkrizni model ekonomskog rasta i razvoja Srbije 2011-2020" Fond za razvoj nauke, Ekonomski fakultet, Beograd, www.fren.org.rs

U razmatranju ovih prikazanih rezultata treba imati u vidu i deo “nevidljivih” doznaka koje uđu u zemlju van zvaničnih kanala. Priliv doznaka su tradicionalno bafer u kriznim periodima, deluju kontraciklično i stimulišu potrošnju. S obzirom na orijentaciju ka potrošnji, potencijal doznaka za kompenzaciju nedostajućeg kapitala nije realizovan. Uloga doznaka će sigurno u budućnosti ostati ista i služiće kao solucija u slučaju nezaposlenosti. Međutim odgovarajućom regulatornom politikom i ponudom investicionih projekata moguće je učiniti dodatan korak ka definisanju “tržišta doznaka” koje će biti konstanta u razvojnoj politici bar u približnoj meri kao SDI.

ZAKLJUČAK

Neravnoteža platnog bilansa se može posmatrati kao način na koji zemlje ostvaruju dobit od intertemporalne trgovine (razmena potrošnje u vremenu). Insistiranje na ravnoteži tekućeg bilansa ne ostavlja ovu mogućnost za razmenu potrošnje u vremenu. Međutim, ovakvo trgovanje potrošnjom kroz vreme ipak krije neke zamke koje treba izbeći. S obzirom da, kao što smo rekli, je teško definisati optimalni nivo deficita/suficita tekućeg bilansa može se upasti u zamku koja vodi destabilizaciji makroekonomske politike. U analizi se vodilo računa o specifičnim karakteristikama zemlje, uzima se u obzir kretanje ostalih makroekonomskih, prati se tendencija kretanja salda tekućeg računa dešavanja na kapitalno-finansijskom računu. Visoki deficit je problem ako predstavlja privremenu visoku potrošnju koja je posledica loše vođene državne politike, zatim ukoliko su investicione odluke zasnovane na lošim očekivanjima vezanim za profitabilnost, ali ako je uzrokovan ekspanzivnom fiskalnom politikom.

Za potrebe ovog rada potrebno je preciznije definisati izabrani vremenski horizont tranzicionih perioda. Nakon 2000-te Srbija postaje tržišna privreda sa svim zakonomernostima koje to nosi. Dolazi do potpune promene i na makro i mikro ekonomskom polju. Međutim iz ugla spoljno-ekonomske ravnoteže neophodno je odvojiti period pre ekonomske krize i posle ekonomske krize. Eksterni šok, je snažno delovao na kontrahovanje domaće privrede, potpuno menjajući platno-bilansne pozicije.

U prvom tranzicionom periodu uočene su sledeće osobenosti:

- nakon promena u političkoj sferi dolazi do odeđenih promena u ekonomskoj sferi pre svega na polju ekonomskih odnosa sa inostranstvom i inteviziranja kapitalnih i tekućih transakcija platnog bilansa.
- intevizirale su se kapitalne transakcije, koje u dotadašnjem prikazu platnog bilansa nisu bile zastupljene (bespovratni transferi, ekonomska pomoć, strane direktne investicije), što je nametalo poseban platnobilansni prikaz.
- tekući bilans beleži dramatične deficite do nastupa svetske ekonomske krize i kontrakcije agregatne tražnje, a generisan je rastom trgovinskog deficita.

Objasnujući poziciju po poziciju došli smo do sledećih osobenosti:

- e) Pored permanentnog deficita salda robne razmene, saldo usluga beleži konstantan suficit, sa pozitivnim uticajem na smanjenje deficita robne razmene sve do 2006. godine nakon čega i ovaj saldo pokazuje izrazitu negativnu tendenciju;
- f) Saldo doznaka takođe beleži permanentni suficit odnosno priliv po osnovu doznaka je značajno veći od odliva po osnovu podignute efektivne;
- g) Saldo kamata je značajan deficitni faktor, jer je saldo plaćenih kamata veći od salda naplaćenih kamata;

- h) Kapitalni bilans pokazuje odnose finansiranja odnosno kako je deficit tekućih transakcija finansiran. U posmatranom periodu saldo primljenih kredita je bio veći od salda otplata po osnovu uzetih kredita što upućuje na zaključak da je deficit finansiran zaduženjem u inostranstvu.

U periodu posle 2000. godine, najveća spoljnotrgovinska razmena zabeležena je 2008. godine, kada se u poslednjem kvartalu počeo osećati uticaj svetske krize. Deficit je rastućeg karaktera sa vrhom u 2004. beležeći rekordnih -29.6 BDP. Pokrivenost uvoza izvozom je konstantno ispod 50%, sve do 2009. godine. Sektorska analiza prema CMTK pokazuje poboljšanje konkurentnosti u sektoru primarnih proizvoda. Srpska privreda bi postala konkurentna na duži rok uz povećanje razmene u sektorima tehnološko intenzivnih proizvoda.

Struktura izvoza po nameni proizvoda se ne menja od 2000. godine, koja se uzima kao godina u kojoj je nastavljena tranzicija naše ekonomije. Tokom čitavog perioda zabeleženo je visoko učešće sirovina i poluproizvoda (preko 50%), dok se učešće proizvoda široke potrošnje smanjuje, a učešće opreme je relativno konstantno i kreće se u procentu manjem od 10%. Struktura izvoza po nameni proizvoda je nepovoljna, jer se uglavnom izvoze proizvodi u kojima ima malo novododate vrednosti i za koje se na svetskom tržištu dobija manje novca, a oni nažalost prelaze polovinu ukupnog izvoza.

U strukturi uvoza po nameni proizvoda za period 2001-2009, takođe nema bitnih promena; najviše su zastupljeni proizvodi za reprodukciju (izvestan procenat proizvoda za reprodukciju koristi se, zapravo u širokoj potrošnji) i roba za široku potrošnju. U grupi roba za široku potrošnju, dominiraju netrajni proizvodi, što je uz činjenicu da se uvozi oprema u procentu manjem od 20% ukupnog uvoza, nepovoljno za zemlju u tranziciji kakva je Srbija. Glavni uzrok smanjenja uvoza od 2009. je pad industrijske proizvodnje i domaće potrošnje u Srbiji.

Ako posmatramo period nakon svetske ekonomske krize, kada dolazi do loma na svim računima platnog bilansa, primećuju se sledeće osobenosti. Tokom 2009. i 2010. i prvom tromesečju 2011. u računu platnog bilansa Srbije zabeleženi su rekordno niski deficiti tekućeg računa, bilansa robne razmene, oštar međugodišnji pad uvoza i međugodišnje smanjenje izvoza. Rebalansiranja privrede u korist izvoza pozitivno je doprineo privrednom oporavku. Finansijski račun je pozitivan usled priliva SDI, gotovog novca i depozita i usled smanjenja deviznih rezervi. Izrazit pad uvoza i izvoza je pokazatelj da je kriza pogodila Srbiju. Uprkos činjenici da je srpski deficit tekućeg računa bio značajno niži nego prethodnih godina, Srbija i dalje beleži najniži saldo deficita tekućeg računa u poređenju sa zemljama u okruženju.

Jedan od razloga pada konkurentnosti izvoza je apresijacija deviznog kursa. Da bi konačno došli do dugo traženog zaključka da li je apresirani kurs direktni krivac za eksternu neravnotežu u prethodnom periodu ili, drugim rečima, da li bi depresijacija deviznog kursa optimalno uticala na smanjenje takvog balansa ispitan Maršal-Lernerove uslov tj. elasticitete srpskog izvoza i uvoza, i odgovoriti na pitanja kao što su; koliko se visoka devalvacija smatra nužnom da bi se eliminisao trgovinski deficit datog obima, odnosno postigla željena veličina promena trgovinskog bilansa; koji je to obim deficita koji devalvacije određene veličine može eliminisati? Da bi se trgovinski bilans

poboljšao vrednost izvoza u domaćoj valuti mora premašiti procenat realne depresijacije, što će biti slučaj ako je elastičnost izvoza veća od jedinice. Ukoliko elastičeti nisu veliki, relativno drastične devalvacije su neophodne da bi se korigovali mali trgovinski deficiti. Ukoliko postoji supstituciona domaća proizvodnja uvoznih proizvoda kriva izvozne ponude i uvozne tražnje su većeg nagiba elastičnosti nego krive domaće tražnje i ponude. Takođe ovaj model pretpostavlja, naslanjajući se na prethodno, da je devalvacija uspešna ukoliko je vrednost proizvodnje veća od vrednosti ukupne tražnje ili absorbcije. Podsećamo na egzistirajući proizvodni gep Srbije, a nije moguće u kratkom roku usmeriti absorbciju sa uvoznih na domaće proizvode, čime bi devalvacija pogoršala internu ravnotežu poskupljujući uvoz. Izvoz po pravilu nije rastuća veličina ni dohotka ni pojeftinjenja u stranoj valuti ukoliko izvozni kapacitet privrede i njena konkurentnost na svetskom tržištu ne može da odgovori zahtevima kupaca i sl. Samo zemlje koje imaju komparativne prednosti u izvozu, sa jakom cenovnom konkurencijom devalvacija može odigrati ulogu jačanja izvozne pozicije. Međutim zemlje koje u svom izvoznom višku polaze od primarnih proizvoda, koje se u uvoznom delu susreću sa neelastičnim uvozom imaju preduslov da devalvacija ne odigra ulogu koja se od nje očekuje. U literaturi prevlađuje mišljenje da svaki procenat devalvacije „vuče“ 0.3-0.4% inflacije. Ponuda novca, pored uticaja na potrošnju ima veliki uticaj na proizvodnju jer povećanje kamatnih stopa u kratkom roku može naneti veliki štete zbog ograničenog samofinansiranja privrede. Ako se doda da ponuda inputa ima uvozni karakter, poskupljenje uvoza zbog devalvacije ima dodatni troškovni pritisak.²⁸⁶ Osvrćući se na još jednu karakteristiku naše privrede – jake pozicije uvoznog lobija može se očekivati da će uvoznici ce u cilju održanja profita i pozicioniranja na tržištu biti spremni da se odreknu dela marže. Poslednji argument protiv, je da bi u našoj visokoevrižovanoj privredi promene kursa uticale na kreditnu sposobnost klijenata i stanje zaduženosti.

Vraćamo se na uslov elastičeta. Zaključak iznesen u radu je da zbir elastičeta nije dovoljan. Rezultati studija na koje smo se oslonili u radu kazuju da je izvoz u dugom roku osetljiviji na promene svetske tražnje nego na promene realnog efektivnog izvoznog kursa. Uvoz u još manjoj meri zavisi od realnog kursa, već najveći uticaj na uvoz u dugom roku ima fond penzija i plata. Uvoz u dugom roku prikazuje veoma malu osetljivost na promene realnog efektivnog uvoznog kursa i na promene domaće proizvodnje. Zbog visoke marginalne sklonosti uvozu efekat depresijacije bi se nivelisao već u drugoj interakciji usled dejstva efekta spoljnotrgovinskog multiplikatora. Stoga, smanjivanje vrednosti dinara može imati značajne negativne posledice po makroekonomsku stabilnost (rast cena, bilanse poslovnih banaka, zaduženost stanovništva i preduzeća, itd.), a bez značajnog uticaja na spoljnu trgovinu. Iako devalvacija utiče na smanjenje absorbcije, država najefikasnije može poboljšati spoljnotrgovinska kretanja kroz umeren rast penzija izarada u javnom sektoru sa oslonom na dugoročni realni devizni kurs.

Ono što je relevantno je apresijacija deviznog kursa koja traje od početka tranzicionog procesa čiji su uzroci uglvnom fundamentalnog karaktera. Na apresijaciju je uticao priliv SDI, priroda tranzicionog prosesa, rast produktivnosti, BS efekat, ali i

²⁸⁶ Grubušić, Z., Marčetić, (2013), "Uticaj fisklne i monetarne politike na eksternu neravnotežu Srbije", Ekonomske Teme, Ekonomski fakultet, Niš, eknfak.ni.ac.rs

ekspanzivna fiskalna politika. Problem deficita možemo sagledati i iz ugla nedovoljnog i nepovoljno diverzifikovanog izvoza, niske cenovne konkurentnosti, strukturnih poteškoća privrede. Devizni kurs je samo refleksija čitave ekonomije. Smanjenje prećenosti dinara zahteva ubrzanje strukturnih reformi, povećanje konkurentnosti privrede i restriktivnu fiskalnu politiku. Razume se da rešenje problema za izvoznike se ne nalazi samo u depresijaciji valute, jer im to pomaže samo na kratak rok. Na dugi rok jedino rešenje je u snižavanju troškova i poboljšavanju kvaliteta poslovanja.

Identifikujući primenjene režime deviznog kursa sa odgovarajućim nominalnim sidrom nije utvrđena bitna korelacija sa deficitom tekućeg računa. Indikator deficita nije reagovao na promenjene okvire monetarnog režima. Od uvođenja konvencionalnog fiksnog pariteta do kraja trećeg monetarnog perioda i upravljanog fluktuiranja, rast deficita tekućeg, a posebno bilansa razmene roba i usluga, je očigledan. Promene nominalnog sidra 2006. godine, nisu zaustavile takav trend. I ostale tranzicije sa problemom deficita tekućeg bilansa ekonomije imaju različita rešenja po pitanju monetarnog režima i deviznog kursa.

Monetarni uzrok nastanka platnobilansne neravnoteže nastaje kada je ubrzani ekonomski rast praćen pojavom inflacije. Primećeno je da poremećaji u platnim bilansima mnogih zemalja imaju svoj koren baš u inflatornim procesima u zemlji. Nedvosmisleno je poznata pozitivna korelacija između inflacije i povećanja salda tekućeg bilansa - inflacija utiče na povećanje tražnje prema domaćim proizvodima. Do takvog efekta će doći ukoliko postoji supstitutivna proizvodnja uvoznih proizvoda, ali u našem slučaju efekat je sasvim drugačiji. Jedan od uslova da bi se inflacija smatrala glavnim krivcem diskrapence platnog bilansa je da je stopa domaće inflacije viša nego u inostranstvu, što se poklapa sa realnošću srpske privrede u 2004. i 2005., i 2008. godini. Nagli uspon inflacije 2005. godine možemo da povežemo sa jakim prilivom stranog kapitala i deficitom tekućeg računa koji je izazvao destabilizaciju. Rast primarnog novca u odsustvu adekvatne sterilizacije izazvao je inflatorni pritisak. U slučaju priliva privrednih investicija rast robnih fondova se realizuje na tržištu tek na kraju investicionog ciklusa, te je inflatorno delovanje veće što je veći vremenski interval između priliva i realizacije investicije. U slučaju Srbije u razmatranom vremenskom periodu investicije su uglavnom bile neprivrednog karaktera, pa je inflatorno delovanje snažnije. Mogao bi se izvući zaključak da je inflacija troškova komponenta uopštenog inflacionog kretanja u Srbiji. Povećano učešće lične potrošnje u raspodeli nacionalnog dohodka je nastalo usled povećanja ličnih dohodaka iznad porasta produktivnosti rada. Oporavak tražnje (koja je transponovana uglavnom kroz uvoz), pod uticajem povećanja penzija i zarada u javnom sektoru, ključni su faktori porasta inflatornih pritisaka. Do porasta troškova dovodi i nepostojanje perfektne konkurencije na tržištu gde monopoli utvrđuju cene autonomno izazivajući lančani porast troškova u drugim granama. Postoji jasna naznaka monopolskog delovanja u Srbiji. Inflacija nakon SEK-a je poprima oblik uvozne inflacije i zasnovana je na naglom porastu cena energenata, primarnih poljoprivrednih proizvoda i metala na svetskom tržištu. U osnovne generatore inflacije možemo uvrstiti i strukturnu i ekonomsku neusklađenost

Jedan od kriterijuma održivosti može biti porast deficita veći od porasta BDP-a u dugom roku. Ukoliko je prirast deficita tekućeg računa veći od prirasta realnog BDP, u

pitanju je neodrživ deficit tekućeg računa. Deficit na tekućem računu Srbije prati rast BDP-a (iako je prirast deficita tekućeg računa veći od prirast BDP-a) sve do perioda 2006-2008. godine kada dolazi do ubrzanog prirasta deficita na tekućem računu u poređenju sa rastom BDP-a. Na osnovu ovog kriterijuma tekući račun Srbije ne bi prošao test održivosti.

U savremenim uslovima visoke mobilnosti kapitala tekući bilans se posmatra samo kao deo neuravnoteženosti kapitalnog bilansa. SDI pomažu rastu izvoza i utiču na smanjenje deficita tekućeg računa na duži rok i utiču na percepciju investitora. Iz ovoga proističe potreba za izračunavanjem odnosa deficita tekućeg računa i stranih direktnih investicija ili do koje mere se deficit tekućeg računa Srbije finansira investicijama - kao najlakši način za ocenu održivosti tekućeg računa. Uslov srednjoročne dinamičke ravnoteže je da saldo tekućeg bilansa bude jednak iznosu autonomnih dugoročnih kapitalnih transakcija. Uočavamo veliki gep u finansiranju deficita tekućeg računa stranim direktnim investicijama, a kritične godine su ponovo 2007. i 2008. Priliv SDI u budućem periodu, zbog niske domaće štednje, je glavni faktor stabilnosti platnog bilansa.

Iz ugla održivosti deficita važno je oceniti rizik usled postojećeg nivoa zaduženosti Srbije. Spoljni dug može biti posledica priliva kapitala koji će indukovati rast BDP-a, a isto tako može biti posledica kumuliranja stranog duga. Značajan porast zaduživanja je evidentiran kod preduzeća dok je tendencija zaduživanja ujednačena tokom godina kod banaka i javnog sektora. Na kraju marta 2011. godine ukupni spoljni dug čini 74,8% BDP, što dovodi privredu Srbije blizu grupe visoko zaduženih zemalja. Učešće spoljnog duga privatnog sektora u procenjenom BDP-u je iznosilo 47,4%. Odnos spoljnog duga na kraju prvog tromesečja i 12-mesečnog izvoza robe i usluga uvećanog za inostrane doznake iznosi 166,0%, što je u granicama održivosti (220%). Odnos ukupnih otplata po spoljnom dugu i izvoza robe i usluga u prvom tromesečju iznosi 39,7%. Ako se izvozu dodaju doznake, učešće otplata iznosi 31,0% i nešto je iznad gornje granice održivosti (25–30%). Ovo je veoma loše po privredni rast i razvoj jer je odliv po osnovu kredita veći od BDP-a. Pogoršanje odnosa spoljnog duga i GDP, i/ili obaveza po osnovu servisiranja spoljnog duga i izvoza, mogu kod kreditora da uzrokuje sumnju u vezi sa mogućnošću otplate duga, a samim tim dolazi do iznenadnog prekida priliva kapitala. Spoljni dug je problem i u ostalim rastućim ekonomijama Jugoistočne Evrope. Dug je dodatni izvor ranjivosti kod preteranog deficita tekućeg računa pa usled takve kombinacije može doći do „teškog prizemljenja“. Opasnost se krije i iza jače depresijacije dinara i pojave inflacije što bi znatno uticalo na povećanje zaduženja. Isplata duga zahteva ili rast izvoza ili redukovanje domaće potrošnje. Prvi put je bolji, ali zavisi od brzine progressa u reformama. Za sada se čini da je bufer za eksterne šokove dovoljan nivo deviznih rezervi. U narednim godinama, prema procenama MMF-a, rastu potrebe za finansiranjem rastuće amortizacije duga, što dodatno opterećuje platni bilans. U 2011. godini problem ostaju rastuće kamate po otplati spoljnog duga i niska domaća štednja. Postojani deficit dovodi do rasta kamatne stope, i rasta kamate na spoljni dug zbog konstantne akumulacije dugovanja. Neophodan, ali ne i dovoljan, uslov solventnosti zemlje jeste taj da se stanje spoljnog duga u bruto društvenom proizvodu ne povećava (to naravno ne važi kada je ekstremno visok dug). Kada učešće duga u BDP-u raste, onda se povećava i finansijski jaz, tj. razlika između ostvarenog trgovinskog bilansa i trgovinskog suficita (deficita) koji je neophodan da bi

se stabilizovao odnos između duga i BDP-a. Jaz će biti veći ukoliko raste udeo duga u BDP-u i/ili ukoliko je realna prosečna kamatna stopa na spoljni dug veća od stope rasta realnog BDP-a. Rast ekonomske aktivnosti od presudnog je značaja za stabilnost spoljnog duga, tj. za smanjenje njegovog udela u BDP-u. Očigledno je da će sa povećanjem stope rasta BDP-a za konkretnu godinu jaz biti sve manji. Pri stopama rasta BDP-a višim od kamatne stope na spoljni dug, imali bismo prostora i za deficit u bilansu robe i usluga. Međutim, u slučaju nižih stopa rasta BDP-a morali bismo da ostvarimo čak i suficit u bilansu robe i usluga. U cilju održivosti spoljnog duga, potrebno je pored smanjenja deficita tekućeg platnog bilansa, manje više nepromenjenog nivoa bruto spoljne zaduženosti, određenog smanjenja neto zaduženosti ostvariti stopu privrednog rasta iznad 5%, kao i brži rast izvoza robe i usluga od uvoza. Finansiranje proizvodnog potencijala zaduživanjem u inostranstvu ne može trajati dugo. Deficiti za koje se prema ekonomskoj teoriji ne preporučuje finansiranje su kada je neravnoteža uzrokovana prekomernom ekspanzijom agregatne tražnje i kada neravnoteža ima fundamentalan karakter. Spremnost zemlje da otplaćuje dugove može da bude dovedena u pitanje čak i onda kada je ona solventna (na bazi očekivanog kretanja u trgovinskom bilansu), ali nije politički izvodljivo da se deo stvorenog proizvoda preusmeri sa domaće potrošnje na servisiranje duga, što je blizu srpskom primeru. Pritisak duga postaje kočnica privrednog rasta u slučajevima kada kapacitet izvozne ponude bude ispod racia učešća službe duga u deviznom prilivu.

Nakon navedenih pritiska na platni bilans, u 2009. godini usled dejstava egzogenih faktora dolazi do preokreta na tekućem računu (kriterijum za preokret na tekućem računu videti u odgovarajućem poglavlju). Obzirom da je analiza platnog bilansa uglavnom *ex poste* analiza zaključujemo da se do 2008. absorbcioni gep široko otvorio uglavnom reflektujući se kroz naduvani tekući račun. Absorbicija (domaća tražnja) je pre krize daleko premašila racio koegzistentan sa internim i eksternim balansom, manifestujući se uglavnom kroz nalet uvoza. Na ovom mestu je lako doći do nametnutog odgovora da je absorbcioni bum glavni uzročnik nestabilnosti. Međutim upoređujući realni rast absorbcije u odnosu na rast BDP-a, u Srbiji sa drugim tranzicionim zemljama afirmiše se zaključak da rast domaće tražnje nije glavni razlog preteranog deficita tekućeg računa. Ključni generator rasta deficita spoljnotrgovinskog i tekućeg računa platnog bilansa Srbije je neusklađenost domaće potrošnje i domaće ponude. Domaća potrošnja je usled loše koncipirane makroekonomske politike rasla nedostižnim tempom za popunjavanje proizvodnog gepa. Struktura bruto dodate vrednosti je nepovoljna u odnosu na zemlje u okruženju. Gro investicija je absorbovan od strane nerazmenljivog sektora (oko 1/3 SDI je otišla u razmenljivi sektor). Nizak izvozni koeficijent u odnosu na zemlje u okruženju ukazuje na činjenicu da strukturne reforme nisu dovele do očekivanog rasta izvoza i dostizanje najmanje trećinskog udela izvoza u ostvarenom BDP-u. Ukoliko uporedimo Srbiju sa zemljama u okruženju i sa EU prosekom primećuje se nepovoljna tehnološka struktura i svakako nisko učešće industrije u BDP. Investicije u osnovna sredstva su ispod proseka navedenih zemalja. I da stvari budu gore marginalna efikasnost tih investicija opada iz godine u godinu. Analiza marginalnog koeficijenta, kao i koeficijent efikasnosti investicija pokazuju trend opadanja efikasnosti investicija u odnosu na početne godine tranzicije. Smanjenje efikasnosti ispoljava se u većem iznosu investicionih ulaganja neophodnim za ostvarenje prirasta BDP, jer dinamično, i nad dugi rok gledano, stopa rasta ne može dugo da nadmašuje rast proizvodnog potencijala

Iako ima niže učešće sektora usluga u BDP u odnosu na zemlje EU, ovaj ratio u odnosu na zemlje u okruženju je izraženiji, a potrebno je imati jaku osnovu u sektoru razmenljivih dobara da bi se omogućila ekspanzija sektora usluga. Gledano sektorski, za visoki rast BDP-a u periodu do sloma tražnje je zaslužan sektor usluga sa prosečnom stopom rasta bruto dodate vrednosti. Ekspanziju ostvaruju sektor saobraćaja i telekomunikacija, trgovine, finansijskih usluga. Dakle, deficit tekućeg računa se prelio velikim delom na potrošnju i nerazmenljivi sektor. Uslov opšte privredne ravnoteže jeste da na dugi rok stope rasta proizvodnog potencijala i efektivne tražnje budu jednake. Samo u tim uslovima bi se realni društveni proizvod povećao bez inflacije i hronične spoljne neravnoteže. Restriktivna politika koja ima zadatak smanjenje agregatne tražnje imaće efekta sve dok je direktni efekat smanjenja uvoza zbog restrikcije tražnje veći od indirektnog podsticaja povećanju uvoza do čega dolazi usled smanjenja domaće proizvodnje. Paralelna politika redistribucije u slučaju restriktivne politike pomaže da ne dođe do nezaposlenosti

Udeo lične potrošnje u BDP je dostigao cifru od 78%. Rast lične potrošnje je izazvan rastom zarada (dvostruko iznad stope produktivnosti), rastom penzija, visokom kreditnom aktivnošću stanovništva, doznakama. Da bismo dobili okvirni odgovor da li je ekspanzija potrošačkih kredita u prvom tranzicionom periodu uticala na pogoršanje trgovinskog računa preko uvoza robe široke potrošnje, uporedili smo vremenske serije te dve varijable. Uticaj kredita na platni bilans prostim poređenjem vremenske serije uvoza robe široke potrošnje i kredita stanovništvu nije pokazala podudarnost. Učešće uvoza robe široke potrošnje u ukupnom uvozu je relativno stabilno tako da se ne može zaključiti da se pod uticajem kredita menja bitnije struktura uvoza i da su krediti osnovni generator rasta uvoza. Krediti pokazuju stabilan rast, ali uvoz reaguje na kontrakciju ekonomske aktivnosti u 2009. Samim tim dolazimo do zaključka da je veza između rasta uvoza široke potrošnje i drugih ekonomskih varijabli (devizni kurs, domaća tražnja) jača od uticaja rasta kredita stanovništvu.²⁸⁷ Uticaj kredita na tekući račun preko inflacione spirale (rast kredita dovodi do rasta domaće tražnje i samim tim do detorijacije tekućeg računa; NBS reaguje, povećava kamatne stope što dovodi do apresijacije deviznog kursa i do dodatnog uticaja na tekući račun) nije razmatran. Inflacija u Srbiji je inercijska i autonomna je u odnosu na strane kredite privredi, štaviše krediti imaju antiinflacioni uticaj.²⁸⁸

U periodu 2001-2008 (13,7%) ostvaren je dinamičan rast neto zarada u javnom sektoru ostvarujući veliki udeo u potrošnji. Godišnji rast zarada je znatno brži od rasta BDP-a i rasta produktivnosti. Takođe je nađena pozitivna veza između mase zarada u javnom sektoru i deficita tekućeg bilansa. Rast tražnje koji je podstaknut rastom zarada u javnom sektoru delimično se prelio na veći uvoz kroz direktan uticaj na uvoz potrošnih dobara, indirektan uticaj na uvoz intermedijarnih proizvoda i energenata. Ekspanzivna fiskalna politika dovodi do apresijacije i pogoršanja trgovinskog računa jer inicira podizanje kamatne stope i posledično veći rast kapitala. Reforma državnih struktura i državne administracije je naposljetku dobijala pažnju. Ovakav reformski put je doveo do

²⁸⁷ Grubušić, Z., Marčetić, (2013), "Uticaj fiskalne i monetarne politike na eksternu neravnotežu Srbije", Ekonomske Teme, Ekonomski fakultet, Niš, eknfak.ni.ac.rs

²⁸⁸ Vuković, V. (2008), "Kreditni –ekspanzija i implikacije", Institut ekonomskih nauka

toga da Srbija nakon deset godina i insistiranja MMF-a krene u poduhvat reforme državne administracije.

Zamajac rasta potrošnje je sigurno doprinela nagla i neselektivna liberalizacija tekućeg računa. Proces liberalizacije je naizgled kontinuiran proces. Kontinuitet se nije preneo na linearnu procentualnu promenu rasta izvoza i uvoza, što bi moglo dovesti do zaključka da je uticaj liberalizacije neznatan ili pak beznačajan u odnosu na druge uticaje. Ipak, upoređujući značajne datume za liberalizaciju spoljnotrgovinskog režima sa promenama stope rasta izvoza i uvoza možemo doći do nekog zaključka. Na strani uvoza visoke stope rasta beležimo 2002., 2004., 2006. i 2007. godine. Iako sigurno postoje i drugi uticaji, indukcija rasta uvoza se podudara sa identifikovanim fazama liberalizacije (inicijalna liberalizacija, harmonizacija carinskog režima Srbije sa Crnom Gorom, primena CEFTA sporazuma). Hronologija promene rasta uvoza i izvoza se poklapa. Efekat primene Prelaznog sporazuma je nivelisan svetskom ekonomskom krizom. Što se tiče pregovora u okviru STO oni su dug i višefazni proces i ne mogu se registrovati u jednoj godini (poglavlje Process liberalizacije nakon 2000-te i uticaj na tekući račun).

Već smo pomenuli da je jedan od uzroka deficita tekućeg računa Srbije niska štednja, pogotovu u prvo tranzicionom periodu. Deficit tekućeg računa platnog bilansa može biti uzrokovan padom privatne ili javne štednje (usled visokog budžetskog deficita). Rast budžetskog deficita je problematičniji, jer je posledica visoke budžetske potrošnje (manje javne štednje) i najčešće je strukturne prirode. Srbija je pre krize vodila procikličnu fiskalnu politiku, što znači da je u dobrim vremenima kada su poreski prihodi bili iznad proseka pravila fiskalni deficit i značajne privatizacione prihode trošila za njegovo pokrivanje. Najveći deo pomenutog deficita finansiran je zaduživanjem, emisijom zapisa trezora na domaćem finansijskom tržištu. Samim tim možemo konstantovati da je dobar deo prihoda od privatizacije neutralisan kroz državnu potrošnju. Budžet nije u deficitu 2004. i 2005. pa je samim tim nemoguća tvrdnja o postojanju blizanačkih deficita. Deficit tekućeg računa pokazuje značajan rast, a okidač nije samo fiskalni deficit. Preračunavanjem entiteta kojim se utvrđuje veza između deficita tekućeg računa, domaće štednje i investicija dobijamo vezu koju možemo smatrati uzročno-posledičnom. Najzad uloga fiskalne i monetarne politike često ne vodi suštinskom prilagođavanju već samo korekciji salda platnog bilansa. Ova stabilizacija može biti ekvivalentna finansiranju. Za suštinsku eliminaciju deficita potrebno je izvršiti realokaciju resursa u nacionalnoj privredi, promene u strukturi proizvodnje i lestvici komparativnih troškova, izmene u strukturi uvoza i izvoza. Na dugi rok samo smisljena politika dugoročnog razvoja može imati pozitivne efekte na platni bilans.

U drugom tranzicionom periodu primećujemo sledeće karakteristike platnobilansnih pozicija

Svetska ekonomska kriza je dovela do smanjenja tekućeg deficita u svim tranzicionim ekonomijama, pa i u Srbiji. U poređenju sa dosadašnjim nivoima deficit na tekućem računu je relativno nizak i iznosi oko 5% BDP-a. Tekući deficit u 2015. je najmanji u poslednjih 10 godina. Ovo je u najvećoj meri rezultat smanjenja spoljnotrgovinskog deficita usled nastavka brzog rasta izvoza (pre svega izvoza automobila i poljoprivrednih i prehrambenih proizvoda) praćenog umerenim rastom uvoza – jer je

efekat pada domaće tražnje na uvoz bio dominantan, ali i smanjenja prilivaSDI. Tek u 2015. dolazi do oživljavanja inostranih aktivnosti u našoj zemlji povećanja priliva investicija. Privredna aktivnost od 2010. do 2015. je u dosta stabilnoj stagnaciji – odnosno ostvarila je gotovo zanemarljiv prosečan godišnji rast od 0,3%. Zbog toga smatramo da je stagnacija privredne aktivnosti trajni, strukturni, trend domaće ekonomije u kom se ona nalazila praktično svo vreme nakon izbijanja prvog talasa krize iz 2008. i 2009. godine.

U kapitalno-finansijskom delu priliv SDI, iako u blagom porastu, i dalje je skroman, u odnosu na početni period tranzicije i nije bio dovoljan da pokrije neto odliv kapitala po osnovu portfolio i ostalih investicija. Trend razduživanja privatnog sektora po osnovu finansijskih kredita (trgovinski krediti), kontinuirano je prisutan od početka 2012. godine. Odliv kapitala ostvaruje se preko odliva ostalih investicija. U okviru ostalih investicija. Portfolio investicije su povećane zbog ulaganja u državne hartije od vrednosti. Ispitana je jačina veze između trgovinskih i investicionih tokova u Srbiji. Nezavisna promenljiva je priliv stranih direktnih investicija, dok je zavisna promenljiva spoljnotrgovinski bilans Srbije. Koeficijent korelacije je -0.86 , što potvrđuje da postoji jaka i statistički značajna negativna veza između varijabli. SDI i spoljnotrgovinski bilans su suprotnog smera. Koeficijent korelacije (R^2) je 0.76 , što znači da se 76% promena na spoljnotrgovinskom računu može objasniti promenama u prilivu SDI.

U drugom razmatranom periodu (2010-2016), dolazi do smanjenja očekivanja stanovništva u pogledu rasta privrede, što uzrokuje smanjenje rasta potrošačkih kredita, a samim tim i smanjenje deficita na tekućem računu. Prvi gore navedeni faktor rasta bilansa plaćanja-prekomerna potrošnja, lična, opšta i investiciona prestaje gubi zamajac Prekomernu potrošnju u periodu pre ekonomske krize, pre svega ličnu možemo donekle objasniti racionalnim očekivanjima stanovništva u pogledu rasta u narednom periodu. Racionalna očekivanja su ona koja reflektuju sve informacije neophodne za donošenje odluka u svoj model ponašanja u budućnosti. Ovde preovladava dinamički argument koji inicira odluke o štednji i investicijama kao odgovor na endogene promene u intertemporalnoj ceni potrošnje. Naime, nakon 2000-te, porasla su očekivanja stanovništva u pogledu rasta i razvoja, očekujući brz rast standarda. U drugom tranzicionom periodu očekivanja opadaju i dolazi do rasta štednje. Ispitali vezu između štednje stanovništva i uvoza robe na trgovinskom računu. Na osnovu regresione analize izvršeno je predviđanje vrednosti zavisnih promenljivih (štednja stanovništva) pri određenim vrednostim nezavisnih promenljivih (uvoz robe). Koeficijent korelacije u slučaju veze između štednje stanovništva i uvoza robe jako je visok i iznosi 0.93 . Vrednost koeficijenta regresije (R^2) dobijenom primenom metode najmanjih kvadrata od 84% označava procenat veza između promena posmatranih parametara u periodu 2002-2016.

Fundamentalni uzroci nastanka javnog duga nisu otklonjeni, budući da poslovno-finansijsko restrukturiranje i/ili privatizacija preduzeća koja su bila najveći uzroci rasta indirektnog duga (Srbijagas, petrohemijski kompleks i dr.) nije izvršeno, a u nekim slučajevima ni započeto. Ova preduzeća trenutno ne generišu velike gubitke kao ranije i ne iskazuju potrebu za osetnijom državnom pomoći, pre svega zbog niske cene energenata na svetskom tržištu, što znači da bi vraćanje tih cena na višegodišnji prosek, ponovo dovelo do gubitaka i rasta indirektnog duga. To znači da je za trajno

zaustavljanje rasta javnog duga neophodno dodatno sistemsko smanjenje deficita za oko 1,5% BDP-a, a za osetnije smanjenje duga u dugom roku, potrebno je nakon toga dodatno smanjiti deficit za još 1-1,5% BDP-a, tako da se on stabilizuje na nivou od oko 1% BDP-a. U slučaju Srbije potrošnja prati rast fiskalnog deficita i korelacija je negativna, visoka i značajna i iznosi -0,72. Fiskalni bilans i štednja stanovništva se kreću u različitim pravcima. Povećanje fiskalnog deficita vodi ka smanjenju štednje stanovništva, tj. ekspanzija fiskalnog sektora vodi ka stimulanju potrošnje i posledično pogoršanje trovinskog računa.

Visoka uvozna zavisnost, niska konkurentnost izvoza, nedovoljno finansiranje izvoza, nerazvijena izvozna struktura, su identifikovani kao osnovni uzroci nestabilnosti trgovinskog bilansa u dugom i kratkom roku. Sveukupno deficit možemo prepisati i nedoslednosti strateškim ciljevima razvoja. U nastojanju i forsiranju privrede ka otvorenosti u cilju povećanja izvoza došlo je do eksplozivnog rasta svih vidova potrošnje. To je za posledicu imalo veliku uvoznju zavisnost. Velika uvozna zavisnost privrede je produkovala stvaranje strukturnih disproporcija i dovela do neelastičnog reagovanja uvozne tražnje na promene relativnih cena koje bi bile indukovane eventualnom depresijacijom. Strukturni debalansi podržavani godinama neadekvatno vođenom ekonomskom politikom su usloveli da depresijacija kao metod za uravnoteženje platnog bilansa ostane pod znakom pitanja. Jake potrošačke sklonosti su stimulisane jakom ekspanzivnom kreditnom politikom i fiskalnom politikom. Kao rezultat ovakve preraspodele društvenog proizvoda došlo je do zaostajanja u rastu akumulacije i štednje, tako da je gep potrošnje nadomešten uvoznom ponudom. Glavni uzrok nestabilnosti pronalazimo u šoku produktivnosti²⁸⁹. Pored rasta lične, opšte i zajedničke potrošnje razvoju deficita je doprineo i određeni rast investicione potrošnje što je i normalno imajući u vidu razvojne potrebe srpske privrede i hronični jaz akumulacije i investicija. Kao rezultat uvozne ekspanzije raspoloživi društveni proizvod je redovno premašivao stvoreni društveni proizvod u visini ostvarenog deficita robne razmene sa inostranstvom

Umnogome eksterni debalansi u tranzicionim zemljama su rezultat internih makroekonomskih debalansa kao i realnih faktora, što je i srpski slučaj kao zaključak proisteklo iz analize. Debalans ima i karakter toka koji se javlja kao kontinuirani proces agregatnog trošenja većeg od domaće novostvorene vrednosti. Deficit na tekućem računu Srbije odraz je neadekvatne politike i strategije tranzicije, pa ga možemo deklarirati kao strukturni deficit.

²⁸⁹Zaključak o većem uticaju šoka produktivnosti od fiskalnog deficita (oko 10%) na deficit tekućeg računa, se poklapa sa empirijskim analizama na primeru 21 zemlje OECD-a u periodu 1960-2003, vidi više u Bussiere, M., at al. (2005), "Productivity Shocks, Budget Deficits And The Current Account", European central bank, WP no. 509

LITERATURA

1. Aguiar, M. i Gopinath, G. (2004): Emerging market business cycles: The cycle is the trend, NBER Working Paper No. 10734.
2. Aart, K., Ventura, J. (2002), "Current Accounts in the Long and Short Run", NBER Macroeconomics Annual
3. Adžić, S. (2008), "Inflacija kao rezultat neuređenosti privrednog sistema i ekonomske politike – studija slučaja za Srbiju", EKONOMIJA/ECONOMICS, 15 (2), www.mrfin.com
4. Alexander, S. (1968) "Effects of a Devaluation on a trade balance", Readings in International Economics, Illinois. R.D. Irwin, Inc
5. Andrew G. Terborgh. (2003), "The Post-War Rise of World Trade: Does the Bretton Woods System Deserve Credit?", IMF, Working Paper No. 78/03
6. Archer, B., Fletcher, J. (1996), "The economic impact of tourism in the Seychelles" Annals of Tourism Research, Volume 23, Issue 1
7. Aristovnik, A. (2007), "Fiscal sustainability in Eastern Europe and the former Soviet union", University of Ljubljana, Faculty of Administration, Ljubljana, Slovenia; Boštjan Bercic Institute for Legal Informatics, Ljubljana, Slovenia
8. Aristovnik, A. Kumar, A. (2006), "Some Characteristics Of Sharp Current Account Deficit Reversals In Transition Countries", University of Ljubljana, Faculty of Administration, Faculty of Economics
9. Ashworth, William A. (1987), "A Short History of the International Economy Since 1850", London: Longman, str 285.
10. Babić, M. (1980), *Analiza uvozne zavisnosti jugoslovenske privrede*, CIP, Zagreb
11. Babić, M. (1996), *Makroekonomija*, CIP, Zagreb
12. Babić, M. Babić Ante. (2000), *Međunarodna ekonomija*, CIP, Zagreb
13. Bacchetta, M., Jansen, M. (2003), "Adjusting to trade liberalization, the role of institution and WTO disciplines", WTO, Special study

14. Baharumshah, A.Z. et al. (2003), "On the sustainability of current account deficits: evidence from four ASEAN countries", *Journal of Asian Economics* No, 14 , pp. 465-487.
15. Baker,A., izvršni direktor MMF i zastupnik 13 zemalja u toj instituciji, dnevni list DANAS, 11.4.2010
16. Bašić, A. (2007),"Fiscal Challenges In Serbia today" -What To Do With Privatization Receipts", T., NBSRP
17. Bénétrix, A S., Eichengreen,B., Rourke. K. H. O., Rua, G. (2009), "Great Depression to Great Credit Crisis: Similarities, Differences and Lessons", Department of Economics, University of California, Berkeley
18. Blagojević, M. (2008), "Liberalizacija spoljnotrgovinskog režima, 2000/2008", *Pregled*, 4/2008
19. Blanchard,O. (2007), "Deficiti tekućeg bilansa u bogatim zemljama", *Panoeconomicus*, str. 127-158 UDC 31:657.3(100-775)
20. Blanchard,O. Milesi-Ferretti, G.M. (2010), "Global imbalances: past, present, and future", International Monetary Fund, Research Department
21. Bordo, M., Flandreau, M. (2001), "Core, periphery, exchange rate regimes and globalization". NBER Working Paper 8584
22. Boljanić, S. (2017), *Uticaj SDI na tekući račun Srbije*, doktorska disertacija, Univerzitet Singidunum
23. Bošnjak, M. (2010), "Rezultati i izazovi ekonomskih reformi u Srbiji u tranzicionom periodu 2001-2008", www.mfin.org , (pristupljeno 2.2.2015)
24. Brada, Josef C., Vladimir Tomšik. "The foreign direct investment financial life cycle: evidence of macroeconomic effects from transition economies." *Emerging Markets Finance and Trade* 45.3 (2009): 5-20.
25. Burda, M.Viploš, Č. (2004), *Makroekonomija*, CLDS, treće izdanje, Beograd
26. Bussiere i dr. (2004)
27. CBCG, "Analiza održivosti deficita tekućeg računa Crne Gore"(2008), <http://www.cb-cg.org> (Pritupljeno 13.6.2015)
28. Ćirović, M. (1980), *Teorija uravnoteženja platnog bilansa*, Savremena administracija, Beograd
29. Ćirović, M. (2000), "*Devizni kursevi*", Bridge company, Beograd

30. Clarida, R. (2007), "G7 current account imbalances, sustainability and adjustment, national bureau of Economic reaserch", National Bireau of Economic Research
31. Cooper, Richard N. (2005), "The sustainability of the US external deficit", CESifoForum, Spring
32. Coricelli et al. (2004), "Growth and volatility in transition countries:The role of credit", University of Siena and CEPR, European University Institute and University of Ljubljana Preliminary Draft
33. Coricelli F., Masten, A., Masten, I. (2004), "Credit and Growth in Transition Countries", University of Siena
34. Cortes-Jimenez,I.,Pulina,M. Prunera,C.R., Artis, M. (2009), "Tourism and Exports as a means of Growth", Research Institute of Applied Economics 2009. Working Papers 2009/10
35. D. Folkerts-Landau, P. Garber, Dooley, (2004), "The revived bretton woods system", International Journal Of Finance And Economics Int. J. Fin. Econ. 9: 307–313 Published Online In Wiley Interscience (Www.Interscience.Wiley.Com). Doi: 10.1002/Ijfe.250
36. Dorbusch, R. (1976), "Expectation and exchange rate Dinamics", American Economic review
37. Dragutinović, D. (2008), "Moć i nemoć monetarne politike u uspostavljanju ravnoteže između platnobilansnih ciljeva i ciljeva inflacije", Narodna banka Srbije,http://www.nbs.rs/export/internet/latinica/90/90_0/mon_politika_DD_032008.pdf
38. Dragutinović, D. (2009), "Monetarna strategija (politika) u Srbiji ponovo na raskrsnici", <http://www.docstoc.com/docs/20010317/Serbia-at-a-monetary-policy-cross-road>
39. Duenwald, C., N. Gueorguiev A. Schaechter. (2005), "Too Much of a Good Thing? Creditn Booms in Transition Economies: The Cases of Bulgaria, Romania, and Ukraine", IMF Working Paper No. 5/128.
40. Edwards, S. (2002), "Does the Current Account Matter?", in Preventing Currency Crises in Emerging Markets", Sebastian Edwards and Jeffrey A. Frankel (editors), The University of Chicago Press.

41. Economic Report of the President various years,(2011),
<http://www.gpoaccess.gov/eop/> (pristupljeno 12.1.2011)
42. Edwards, S. (2004), "Financial Openness, Sudden Stops And Current Account Reversals", Nber Working Paper Series., Working Paper 10277,
<http://www.nber.org/papers/w10277>
43. Edwards, S. (2004), "Thirty years of current account imbalances,Current account reversals and sudden stop", Nber working paper series, Working paper 10276,
<Http://www.nber.org/papers/w10276>
44. Edwards, S. R. Steiner F. Losada, (1996), "Capital inflows, the Real ExchangeRate and the Mexican Crisis of 1999", Sautter, H. and R. Schinke, (eds.),Stabilization and Reform in Latin America: Where Do We Stand?, Vervuert:Frankfurt.
45. Eichengreen, B.(2004), "Global Imbalances and the Lessons of Bretton Woods", NBER Working Paper No. 10497
46. Eichengreen,B. (1995), "Endogeneity of exchange rate regimes. In Understanding Interdependence: The Macroeconomics of the Open Economy", Princeton University Press: Princeton, NJ; 3–34
47. Ekonomski institut (2010), "Makroekonomske analize i trendovi", br. 194
48. Ekonomski institut MAT i Ekonomski fakultet FREN. (2011), "Postkrizni model ekonomskog rasta i razvoja Srbije, 2011-2020".
49. Ekonomski institut. (2010), "Makroekonomske analize i trendovi", br. 194
50. Fabris, N. (2006), "Euroizacija kao instrument monetarne politike Srbije," Ekonomski anali br 168, Ekonomski fakultet Beograd
51. Fabris, N. (2006), "Izbor režima deviznog kursa u procesu pristupanja Evropskoj uniji " Savetovanje ekonomista Srbije i Crne Gore, Budva
52. Federal Reserve Bank., (1988), "Achieving Economic Stability: Lessons from the Crash of 1929", <http://ecedweb.unomaha.edu/ve/library/aes.pdf>, (pristupljeno 10.12.2015)
53. Feldstein,M. Charles, H. (1980), "Domestic Saving and International Capital Flows",The Economic Journal, Vol. 90, No. 358
54. Fisher, S.(1998),"Capital Account liberalisation and the role of IMF", <http://www.piie.com/fischer/pdf/Fischer141.pdf>

55. Fiskalni savet. (2016), "Ekonomski oporavak, zaposlenost i fiskalna konsolidacija: pouke iz 2015 i izgledi za 2016 i 2017. godinu".
56. Fleming, William R., Toeper, L. (1990), "Economic Impact Studies: Relating The Positive And Negative Impacts To Tourism Development" Journal of Travel Research, July 1990, vol. 29 no. 1
57. Fletcher, John E. (1989), "Input-output analysis and tourism impact studies", Annals of Tourism Research, Volume 16, Issue 4
58. Flood, R., Rose, K. (2001), "Uncovered Interest Parity in Crisis", <http://faculty.haas.berkeley.edu/arose/uipcs.pdf>.
59. Parsley, F., Wei, D. (2005), "Slow passthrough around the world: a new import for developing countries?", NBER working paper no. 11199
60. Bitans, M. (2004.), "Pass-Trough of Exchange rates to Domestic Prices in East European Countries and the Role of Economic Environment," Bank of Latvia Working Paper 218.
61. FREN. (2008), "Kvartalni monitor ekonomskih trendova i politika u Srbiji", br. 12 • januar–mart 2008, Fond za razvoj ekonomske nauke, Beograd, www.fren.org, (pristupljeno 12.12.2011)
62. FREN. "Postkrizni model ekonomskog rasta i razvoja Srbije 2011-2020" Fond za razvoj nauke, Ekonomski fakultet, Beograd
63. FREN. (2011), Kvartalni monitor br. 23 • oktobar–decembar 2010, www.fren.org.rs
64. FREN. (2011), "Kvartalni monitor br. 24 • januar–mart 2011", www.fren.org.rs
65. Corsetti, G., Muller, G. (2005), "Twin Deficits: Squaring Theory, Evidence and Common Sense", European University Institute, University of Rome III and CEPR, Goethe University Frankfurt
66. Galić, J. Fabris, N. (2006), "Politika deviznog kursa kao instrumenta konkurentnosti", Savetovanje ekonomista, Miločer
67. Garritsen de Vries, M. (1987), *Balance of payment ajustment 1945-1986*, IMF Washington D.C.
68. Golubović, N. (2009), "O Održivosti tekućeg bilansa Srbije", Zbornik radova, *Tranzicija u Srbiji i globalna ekonomska kriza*.

69. Grubišić, Z. (2005), "Sistem i politika deviznog kursa danas u Svetu", *Economic Annals* no 165
70. Grubišić, Z., Marčetić, (2013), "Uticaj fiskalne i monetarne politike na eksternu neravnotežu Srbije", *Ekonomске Teme*, Ekonomski fakultet, Niš
71. Grubišić, Z. (2005), "Apresijacija deviznog kursa i monetarna politika NBS – uloga deviznog tržišta", *UDC 339.743(497.11)*, *Ekonomска misao*, 38,(3-4)
72. Heng, T., Low, L. (1990), "Economic impact of tourism in Singapore", *Annals of Tourism Research*, Volume 17, Issue 2
73. Hufner, F. (2004), "Foreign Exchange Intervention as a Monetary Policy Instrument – Evidence for Inflation Targeting Countries", New York: Physica-Verlag Heidelberg.
74. Ilić, A. (2010), "Zarade u javnom sektoru i njihov uticaj na makro stabilnost i međunarodnu konkurentnost zemlje", *Srpski ekonomski forum*
75. IMF, "Country Reports", No 2008/55
76. IMF. "Republic of Serbia, 2008", www.imf.org
77. IMF. (2004), "Are Credit Booms in Emerging Markets a Concern?", in: IMF *World Economic Outlook* April 2004
78. IMF. (2009), "Regional Economic Outlook: Europe, October", 2009
79. IMF. "Sixth edition of the Balance of Payments and International Investment Position Manual", www.imf.org, (pristupljeno 12.12.2011)
80. IMF. (2007), "Report on the Multilateral Consultation on Global Imbalances with China, the Euro Area, Japan, Saudi Arabia, and the United States", www.imf.org/external/np/pp/2007/eng/062907.pdf
81. IMF., "Balance of Payments Manual", 5th edition, IMF, www.imf.org
82. Jeffersson Institute. (2003), "Konkurentnost privrede Srbije", www.nbs.org
83. Jeffrey, F. (2007), "Carried Away: Everything You Always Wanted to Know about the Carry Trade, and Perhaps Much More", <http://www.hks.harvard.edu/fs/jfrankel/CarryTradeMilkenInReview.pdf>.
84. Johnson, L., Moore, E. (1993), "Tourism impact estimation", *Annals of Tourism Research*, Volume 20, Issue 2

85. Josifidis, Beker, Supić. (2008a,b,c), "Politička ekonomija zakasnele tranzicije u Srbiji: osam godina posle, a zatim?" Kuda ide Srbija, ostvarenja i dometi reforme, Ekonomski fakultet, Beograd
86. Josifidis, K., Beker, E., Supić, N. (2009), "Real exchange rate appreciation in etransition economies", Department for European Economics and Business - Novi Sad Faculty of Economics - Subotica
87. Kenen, P. (2007), "Reform of the International Monetary Fund", Csr no. 29, Council on foreign relations.
88. Kitanović, D., Krstić, M. (2010), "The Impact Of Foreign Exchange Rate On The Economic Growth Of Serbia", Ekonomski fakultet Niš, Ekonomske Teme, godina XLVIII, broj 1
89. Kose, M., Prasad, M., Rogoff, K., Wei, S. (2009), "Finansijska globalizacija, ponovna procena", PANOECOMICUS, 2009, 2
90. Kovač, O. (1994), *Platni bilans i međunarodne finansije*, Beograd
91. Kovač, O. (2002), *Spoljnoekonomska ravnoteža i privredni rast, problemi i iskustva Jugoslavije*, CID, Ekonomski fakultet Beograd
92. Kovač, O. (2002), *Spoljnoekonomska ravnoteža i privredni rast problemi i iskustva Jugoslavije*, Ekonomski fakultet Beograd
- Kovač, O. (2003), *Međunarodne finansije*, Ekonomski fakultet Beograd, 2003
93. Kovač, O., (2002), *Međunarodne finansije*, Ekonomski fakultet Beograd
94. Kovačević, M. (2010), "Spoljni dug i stepen spoljne zaduženosti", Ekonomska politika
95. Kovačević, R. (2002), *Devizni kursevi, režimi i politika*, IST, Beograd 2002
96. Kovačević, R. (2006), "Mogućnosti i ograničenja porasta izvoza kao faktora platnog bilansa Srbije"., Bibliid 0025-8555, 58, Vol. LVIII, br. 4
97. Kovačević, R. (2010), "Ekonomski odnosi Jugoslavije sa inostranstvom", Ekonomski fakultet
98. Krueger, A. (1978), "Liberalization Attempts and Consequences", The NBER Project, NBER Chapters, pages 1-11, National Bureau of Economic Research, Inc.
99. Krugman, P., Obstfeld, M. (2008), *Međunarodna ekonomija*, Datastatus, Beograd

100. Krznar, I. (2004), "Valutna kriza, teorija i praksa sa primenom na Hrvatsku", Hrvatska narodna banka
101. Kvartalni monitor br. 45 • oktobar–decembar 2015
102. Labus, M., Milošević, S. (2009), "Ekonomska kriza u Srbiji između rasta i strukturnih promena", Savez ekonomista Srbije, Udruženje korporativnih direktora Srbije, *Rast u uslovima globalne recesije i finansijske krize: (ne) konvencionalne inicijative*, Kopaonik biznis forum 2009
103. Lafleche, T. (1997), "The impact of exchange rate movements on consumer prices", Bank of Canada Review, Winter 1996-1997.
104. Lee, Chien-Chiang; Chang, Chun-Ping (2008), "Tourism development and economic growth", A closer look at panels. *Tourism Management*, Volume 29, Issue 1, February 2008
105. Lowenkron, A., Didier, T. (2006), "Current Account as a Dynamic Portfolio Choice Problem", PUC-Rio and Banco BBM MIT
106. Kumhof, M., D, Laxton. (2009), "Fiscal Deficits and Current Account Deficits", , *IMF/W/09/237*
107. Krugman, P. (2010), *Povratak ekonomije depresije i svetska kriza 2008*, Heliks, Beograd
108. Maede, J.E., (1951), *The Theory of International Economic Policy*, Volume I, The Balance of Payment
109. Malović, M. (2008), "On Balance of Payments Crisis in Serbia: If it ain't broken, why fixing it might still be good idea", *Economic Analysis*, 41 (1-2)
110. Marčetić, M. & Grubišić, Z. (2013), "Održivost deficita tekućeg računa Srbije na dugi rok" *Ekonomski anali*, Ekonomski fakultet, Subotica; Vol 49
111. Marčetić, M. (2011), "Uticaj trgovinske liberalizacije na platni bilans Srbije" Međunarodni naučni skup ES-NBE 2011, *Ekonomska nauka u funkciji kreiranja novog poslovnog ambijenta*, Univerzitet u Prištini, Ekonomski fakultet
112. Marčetić, M. (2012), "Izbor režima deviznog kursa", *BIZinfo*, Časopis iz oblasti ekonomije, menadžmenta i informatike, br 5/2012, Blace

113. Marčetić, M., Đurić, O. (2012), "Analiza duga Republike Srbije i njegove metodološke odrednice", Časopis za ekonomiju i tržišne komunikacije, God2, Vol2, Panevropski Univerzitet "Aperion", Banja Luka
114. Marčetić, M., et al. (2016). "Uticaj prihoda od turizma na platni bilans", *International thematic monograph-Thematic proceedings, Modern management tools and economy of tourism sector in present era*, Belgrade
115. Grubušić, Z., Marčetić, (2013), "Uticaj fiskalne i monetarne politike na eksternu neravnotežu Srbije", *Ekonomске Teme*, Ekonomski fakultet, Niš, www.eknfak.ni.ac.rs
116. Marinković, S. (2006), "Izbor deviznog režima: rezultati i ograničenja", *Economic Annals* no 168, January 2006 - March 2006, str. 10
117. MFIN. (2010), "Memorandum o budžetu i ekonomskoj i fiskalnoj politici za 2011. godinu sa projekcijama za 2012. i 2013. godinu", www.mfin.gov.rs
118. Milesi-Ferretti, G., Razin, A. (1996c), "Sustainability of Current Account Deficits", NBER Working Paper No. 5467,
119. Milesi-Ferretti, G., Razin, A. (1996a), "Current Account sustainability", *Princeton Studies in International finance*, No. 81
120. Milesi-Ferretti, G., Razin, A. (1996b), "Current Account Sustainability: Selected East Asian and Latin American Experiences", NBER Working Paper 5791, October.
121. Miljković, D. (2008), *Međunarodne finansije*, Ekonomski fakultet, Beograd
122. Mundell, R. (1968), *International Economics*, New York, Macmillan
123. Mundell, R. A., Koźmiski, L. (2003), "The International Monetary System and the Case for a World Currency", *Academy of Entrepreneurship and Management (WSPiZ) and TIGER*, Warsaw
124. Narodna banka Srbije. (2015), "Statistički bilten", (Preuzeto 5. juna 2015) <http://www.nbs.rs/internet/cirilica/90/sb.html>
125. NBS, (2004), "Održivost spoljnog duga Srbije", www.nbs.org, (pristupljeno 1.10.2012)
126. NBS, (2011), "Analiza duga republike Srbije", www.nbs.org
127. NBS, (2004), "Održivost spoljnog duga Srbije-preliminarni rezultati analize na osnovu stanja 30.septembra 2004", www.nbs.org

- 128.NBS, (2009),” *Godišnji izveštaj*”, www.nbs.org (pristupljeno 12.12.2011)
- 129.Nešić, S. (2008),” Konkurentnost privrede Srbije”, Radni document, SEF
- 130.Nouriel, R. (2006), “The unsustainability of the US twin deficits, *Cato Journal*”, (26) Spring/Summer, pp. 343-56.
- 131.Olafsson, T. (2007), “Carry trade and monetary policy in a very small open economy: the Icelandic saga” ,
<http://www.sedlabanki.is/lisalib/getfile.aspx?itemid=5193#258,1>
- 132.Palić, M. (2007), “Analiza kreditne aktivnosti u Srbiji – trend ili kreditni bum”, NBS, Sektor za istraživanja, Radni papiri
- 133.Palić, M. (2005), “Delotvornost povlačenja primarnog novca – rezultati empirijske analize”, NBS
- 134.Pazos, F. (1972), “Chronic Inflation in Latin America”, Praeger, Njujork, M. E. Simonsen, Current Theory and the Brazilian Experience
- 135.Pejanović, R. (2009), “Metode kvalitativnih istraživanja u društveno-ekonomskoj (i agroekonomskoj) nauci”, *Letopis naučnih radova*, Godina 33, broj I
- 136.Petrović, P., Nojković, V. (2008), “Šta pokreće inflaciju u Srbiji”, *Kvartalni monitor*
- 137.Pinkulj, A., Savić, B. (2006), “Metodologija platnog bilansa Srbije”, NBS
- 138.Popović, D. *Makroekonomija otvorene privrede i međunarodni monetarni sistem*“ Lekcije, danica.popovic.ekof.bg.ac.rs , (pristupljeno 10.10.2015)
poslovnog ambijenta , Универзитет у Приштини, Економски факултет
139. R, Taho. (2015), “The Impact of Tourism on the Balance of Payments”
„American Journal of Economics, Finance and Management, No. 5,
<http://www.aiscience.org/journal/ajefm>
- 140.Reinhart, C. Rogoff, K. (2002), “The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation”, <http://papers.nber.org/papers/w8963.pdf>
- 141.Reisen, H. (1998), “Sustainable and excessive current account deficits”, Working Paper No. 132, OECD Development centre.
- 142.Republički zavod za razvoj, (2009), “Izveštaj o razvoju Srbije”
www.fondzarazvoj.gov.rs.
- 143.Republički zavod za statistiku, (2010), "Trendovi", , www.stat.gov.rs

144. Republički zavod za statistiku. (2014), "Statistički gošnjak Republike Srbije", (Preuzeto 15. oktobar 2016.),
<http://pod2.stat.gov.rs/ObjavljenePublikacije/God/SGS2014.pdf>
145. Rosić, I., Đurić, D. (2008), *Nacionalna ekonomija*, Ekonomski fakultet, Kosovska Mitrovica
146. Roubini, N. (2004), *The US as a Net Debtor: The Sustainability of the US External Imbalances*, Stern School of Business, NYU and Brad Setser Research Associate, Global Economic Governance Programme, University College, Oxford, pg16.
147. Truman, M. (2009), "The International Monetary Fund and Regulatory Challenges", WP 09 - 16,
148. S, Kimb. & N, Roubini. (2007), "Twin Deficit or Twin Divergence? Fiscal Policy, Current Account, and Real Exchange Rate in the US", Department of Economics Stern School of Business Korea University, New York University
149. Salvatore, K. (2009), *Međunarodna ekonomija*, Ekonomski fakultet, Beograd
150. Santos-Paulino, A. (2004), "Trade liberalization and the balance of payments in selected developing countries", Institute of Development Studies at the University of Sussex, The Manchester School Vol 72 No. 1 1463–6786 100–118, january
151. Službeni glasnik Srbije. (2008), "Strategija povećanja izvoza Republike Srbije do 2011. godine", br 58/2008
152. Solomon, R. (1990/91), "Potential gains and Obstacle to International Policy of Coordination, Future of international Monetary, Financial and Trade Cooperation for Development", ECPD/WSBM
153. Sorsa, P., Bakker, B. B., Duenwald, C., Maechler, A. M., Tiffin, A. (2007), *Vulnerabilities in Emerging Southeastern Europe—How Much Cause for Concern?*, IMF, WP/07/236
154. Stanić, K. (2002), "Trgovinska liberalizacija i ekonomski rast – zavisnost uspeha od komplementarnih politika i prirodnih barijera", *Industrija*, vol. 30, br. 1-4, str. 13-22
155. Stojanović, B. (1991), *MMF i Jugoslavija*, Ekonomski institut Beograd

156. Stojanović, B. (2003), *Novac, konvertibilnost i platni bilans*, Megatrend, Beograd
157. Stojanović, D. (1983), *Međunarodne finansije*, Svjetlost, Sarajevo,
158. Sula, O. (2006), “Surges and Sudden Stops of Capital Flows to Emerging Markets”, <http://mpira.ub.uni-muenchen.de/383/> MPRA Paper No. (pristupljeno 383, january)
159. Tasić, N. (2008), “Pass-through девизног курса на цене у Србији: 2001-2007”, NBS, Radni papiri, br. 10
160. Tasić, N., Zdravković, M. (2008), “Osetljivost srpskog izvoza i uvoza na promene deviznog kursa u dugom roku”, NBS, WP
161. Tobin, J. (1967), “A General Equilibrium Approach to Monetary Theory”, *Journal of Money, Credit and Banking*
162. Todorović, M. Stanišić, T. (2009), “Foreign trade multiplier of Serbia”, *FACTA UNIVERSITATIS Series: Economics and Organization Vol. 6, No 2, 2009*, pp. 131 – 138, *UDC 339.5(497.11)* Faculty of Economics, University of Nis, Serbia
163. Triffin, R. (1960), *Gold and dollar crisis*, Yale University press
164. Truman, E. M. (2005), “Postponing Global Adjustment: An Analysis of the Pending Adjustment of Global Imbalances”, NUMBER WP 05-6
165. Truman, E. M. (2010), “The International Monetary System and Global Imbalances”, Peterson Institute for International Economics January
166. Unković, S., Zečević, B. (2012), *Ekonomika turizma*, Beograd: Ekonomski fakultet.
167. Vilaret, S. Palic, M. (2006), “Exchange rate pass-through effect on prices in Serbia”, National Bank of Serbia Working paper, Belgrade, National Bank of Serbia
168. Vuković, V. (2008), “Kreditni –ekspanzija i implikacije”, Institut ekonomskih nauka Account”, European central bank, WP no. 509
169. Wachtel, P. (2006), “Understanding the Old and New Bretton Woods”, In *Search of a New Bretton Woods: Reserve Currencies and Global Imbalances* Florence, Italy, October 20

170. Wacziarg, R. Horn, K. (2003), "Trade Liberalization and Growth: New Evidence", Welch, NBER Working Papers 10152, National Bureau of Economic Research
171. WTTC. (2015). "Economic impact research". (Preuzeto 5. Juna 2015.)
<http://www.wttc.org>
172. Yi Wu, Li Zen. (2008), "The Impact of Trade Liberalization on the Trade Balance in Developing Countries", *IMF, WP/08/14*
173. YUTA. (2015), "Turističke agencije", (Preuzeto 5. oktobra 2016),
www.yuta.rs/sr/yuta/turisticke_agencije.asp
174. Zakon o deviznom poslovanju, čl 19.
175. Zanghieri, P. (2004), "Current Account Dynamics in New EU Members", CEPII Working Paper, No. 2004-07.
176. Zbašnik, D. (2008), "Usklađenost ekonomske liberalizacije", www.rfin.com
177. Zdravkovic, M., Tasić, N. (2008), "Osetljivost srpskog izvoza i uvoza na promene deviznog kursa u dugom roku", NBS, Radni papiri