

Izvorni znanstveni rad
UDK: 657.3
Rad zaprimljen: 19.07.2023.
Rad prihvaćen: 16.08.2023.

MAKROEKONOMSKE POSLEDICE DEFICITA RAČUNA TEKUĆIH TRANSAKCIJA ZA PRIVREDU SRBIJE

Dr. Bojan Dimitrijević

*Beogradska akademija poslovnih i umetničkih strukovnih studija,
Beograd, Republika Srbija,
bojan.dimitrijevic@fiskalnisavet.rs*

Dr. Milenko Dželetović

*Fakultet bezbednosti Univerziteta u Beogradu, Beograd, Republika Srbija,
milenkodz@telekom.rs*

Mr. Goran Katić

*Republički zavod za statistiku, Beograd, Republika Srbija,
goran.katic@stat.gov.*

SAŽETAK RADA:

Rad analizira makroekonomske posledice postojanog i dugoročnog deficita računa tekućih transakcija na primeru srpske privrede. Polazeći od makroekonomske teorije i relacija koje uspostavljaju vezu među ključnim makroekonomskim veličinama, i od metodološkog okvira nacionalnih računa za platni bilans, tekući bilans i međunarodnu investicionu poziciju, rad analizira empirijske podatke i pokazuje da dugoročni deficit tekućeg bilansa, umanjuje dugoročni održivi rast bruto domaćeg proizvoda, pogoršava međunarodnu investicionu poziciju Srbije, dovodi do sprege sa precenjenim realnim deviznim kursom, održava visok nivo spoljne zaduženosti zemlje i doprinosi većoj ranjivosti na krize u slučaju problema otplate javnog duga i prestanka priliva stranih direktnih investicija.

Ključne reči: *bilans tekućih transakcija, budžetski deficit, međunarodna investiciona pozicija, platni bilans, strane direktne investicije.*

1. UVOD

Srbija ima hronično visok i uporan (perzistentan) deficit bilansa tekućih transakcija koji pokazuje da je zemlja neto dužnik i da ima nepovoljnu međunarodnu konkurentsku poziciju. Postojanost deficita tekućeg bilansa (NX) u dugom roku nepovoljno utiče i na druge ekonomske performanse, u prvom redu, bruto domaći proizvod (BDP), javni dug, spoljni dug i privredno-finansijsku stabilnost. Stoga je cilj rada da pokaže da postojani deficit NX ima negativne makroekonomske implikacije na privredu Srbije. Zadatak rada je da posle teorijskog uvoda koji se oslanja na makroekonomske relacije i identitete i metode bilansno-knjigovodstvenog evidentiranja platnog bilansa, analizira empirijsku građu na osnovu koje se može potvrditi ili odbaciti početna hipoteza. Predmet rada je utvrđivanje međuzavisnosti i posledica između deficita tekućeg bilansa i ključnih makroekonomskih performansi i pokazatelja.

U teorijskom smislu povod za rad je konstatacija Nebojše. Katića (2022) o dugoročnim negativnim posledicama deficita tekućeg bilansa na ključne makroekonomske veličine i na održivi privredni rast. Značajan deo istraživanja oslanja se na odličnu disertaciju odbranjenu na Ekonomskom fakultetu u Beogradu (Bodor, 2019) u kojoj se detaljno analiziraju teorijski i empirijski aspekti tekućeg bilansa, pre svega u kontekstu relacija između Srbije i EU i unutar zemalja Evropske unije (EU). (Bodor, 2019) Takođe, oslanjali smo se na dobar metodološki rad u pogledu deficita tekućeg bilansa u privredi Crne Gore (Fabris & Kilibarda, 2008), kao i odlične analize tekućeg bilansa koje se odnose na privredu Hrvatske (Hrvatska udruga banaka, 2022; Buturac, 2019). Dobra analiza međunarodne investicione pozicije Srbije data je u najnovijem broju publikacije Trendovi koju izdaje Republički zavod za statistiku Srbije (Bumbić, 2022).

Iz teorijske i empirijske analize u literaturi, iskristalisalo se nekoliko temeljnih zaključaka koji su najvećim delom našli svoje uporište u modelima vezanima za tekući bilans i u empirijskoj verifikaciji navedenih postavki.

Prvo – dve osnovne grupe faktora utiču na deficit NX: 1) apsorpcija – porast domaće tražnje i 2) konkurentnost (pre svega cenovna) (Bodor, 2019), Veći uticaj na postojani deficit NX ima porast domaće tražnje koji je povezan sa rastom uvoza, domaće potrošnje, zaduživanja javnog i privatnog sektora i viška investicija u odnosu na štednju.

Drugo – iz osnovnog makroekonomskog identiteta jasno je da su deficit NX i deficit budžeta (BD) međuzavisno povezani sa viškom investicija u odnosu na domaću štednju. Pritom moguće je da je domaća štednja izuzetno niska (nerazvijena privreda), ili da su investicije visoke (visok udeo u BDP), usled uzbrzanog privrednog razvoja što dovodi do pojačanog uvoza i deficita NX. Manjak domaće štednje za pokriće BD takođe dovodi do inostranog zaduživa-

nja, kao što se pojačano investiranje finansira iz stranih kredita ili rasta stranih direktnih investicija (FDI).

Treće – uslovno rečeno, postoji „dobra“ i „loša“ eksterna neravnoteža. „Dobra“ eksterna neravnoteža javlja se kada pojačani uvoz kao pozitivna funkcija BDP podstiče ubrzani privredni rast i kada se FDI finansiraju uzimanjem kredita od strane ulagača. „Loša“ eksterna neravnoteža javlja se kada raste zaduživanje domaćih banaka iz kojih se finansiraju potrošački i gotovinski krediti koji podstiču uvoz radi poraste domaće potrošnje koja se ne ulaže u porast BDP. Tako dugovi privatnog sektora podstiču rast deficita NX bez značajnijeg povratnog uticaja na porast BDP. To je slučaj sa Srbijom u periodu 2000.-2007. godina. U širem smislu, „loš“ NX može da nastane i kada se uzimaju krediti za stanove i vrše ulaganje u nekretnine što je dovelo do ogromnih dugova banaka i privatnog sektora i bilo uzročnik krize u manje bogatim zemljama EU (Španija, Portugalija, Irska, delimično Italija i Grčka).

Četvrto – negativni saldo domaće štednje i investicija (finansijski jaz koji zemlja ima), može biti ili posledica samo jednog deficita (NX, ili BD), a može nastati i zbirom oba deficita tekućeg bilansa i budžeta, što je mnogo češći slučaj, naročito kod zemalja u razvoju (ZUR). Ta međuzavisnost i istovremena pojava oba deficita u literaturi se naziva *hipoteza dvostrukog deficita – twin deficit hypothesis* (Bluedorn & Leigh, 2011; Çoban & Balıkçioğlu, 2016; Kumhof & Laxton, 2009; Şen & Kaya, 2016).

Peto – niska konkurentnost domaće privrede jedan je od osnovnih uzročnika postojanog deficita NX. To je posledica skupe radne snage, visokih cena roba, niske produktivnosti. Neki od ovih problema delimično se otklanjaju strukturnim reformama (tržište rada, socijalna politika, tržišne strukture), a češće devalvacijama domaće valute (tamo gde je to moguće – ovakva politika nije moguća unutar EU kao zone sa jedinstvenom valutom). Jednokratna devalvacija kod ZUR poboljšava platni bilans jer čini izvoz konkurentnijim i smanjuje uvoz, ali je gotovo neprimenjiva unutar EU. Zato zemlje EU pribegavaju internoj devalvaciji – kontrola plata, cena, strukturne reforme i takve politike su manje efikasne i imaju velike ekonomske troškove i manje efekte (to je pokazala kriza 2008. godine). (Bodor, 2019; Herrmann & Jochem, 2005; Aristovnik, 2006).

Šesto – precenjen kurs domaće valute utiče na rast deficita NX. On može nastati kao posledica ranijih stabilizacionih politika, ali je moguće da dugoročni deficit NX i značajan priliv FDI dovode do aprecijacije domaće valute. Neravnoteža usled precenjenog deviznog kursa dodatno je nepovoljna, jer kad nastupi kriza (kao sada 2022.-2023.) otežava prilagođavanje, jer devalvacija može imati dodatne inflatorne posledice. Takođe, u uslovima krize spoljnog duga može dovesti do kraha domaće valute i hiperinflatorne spirale. (Roubini & Wachtel, 1998; M. P. Taylor & Sarno, 1998; Ricci, Ostry, Lee, Prati, & Milesi-Ferretti, 2008).

Sedmo – valutna kriza zemalja dalekog Istoka 1997.-98. godine bila je poučna iz više razloga (Obstfeld & Rogoff, 2005; Frankel & Rose, 1996; Edwards, 2004a, 2004b; Calvo, 2007; Calderon, Chong, & Loayza, 2010) and a variety of other macroeconomic factors, external and foreign. Crashes tend to occur when: output growth is low; the growth of domestic credit is high; and the level of foreign interest rates are high. A low ratio of FDI to debt is consistently associated with a high likelihood of a crash.,"collection-title": "Symposium on Mexico","container-title": "Journal of International Economics","DOI": "10.1016/S0022-1996(96.1 Kada zemlja upadne u krizu dugova tada „preko noći“ mogu da „presuše“ FDI i sposobnost i moć države da pozajmi novac na stranom kreditnom tržištu, Istovremeno, dolazi do višestrukih depresijacija domaće valute. Jedino rešenje su „duboke“ devizne rezerve (DR) koje se tada ubrzano „tope“. Ta kriza je pokazala da i dugovi privatnog, (a ne samo javnog) sektora mogu uzrokovati krizu čime je oborena dotadašnja tzv. *Losonova doktrina*. Konačno, glavna pouka krize je bila da umerna kontrola kapitala i viši nivo deviznih rezervi (DR) pomažu kao faktori da se kriza izbegne, predupredi ili da njeni efekti budu znatno blaži. Viši i dugoročniji deficit NX povećava verovatnoću izbijanja krize, jer je i zemlja u većoj meri zavisna od FDI i stranih kredita kao načina za pokriće deficita.

Osmo – teorija i empirijska istraživanja su pokazali da viša realna kamatna stopa utiče na smanjenje deficita NX (privlači FDI, ali može destimulisati agregatnu tražnju AD i BDP), a nepovoljna demografska kretanja (starenje stanovništva) povećavaju deficit NX (Bodor, 2019). To je posledica rasta budžetske potrošnje i privatne potrošnje koja dovodi do rasta deficita. Takođe, postoji značajna dinamička komponenta NX, jer nivo NX iz period t_1 , t_2 itd. utiče na nivo deficita NX u periodu t . Ovo se mora uzimati u obzir prilikom modeliranja faktora koji utiču na kretanje NX.

Deveto – kod ZUR veći uticaj na NX imaju budžetski deficit, nivo deviznog kursa i investicioni jaz, kao i višak AD nego kod razvijenijih zemalja EU. Očito da faktori ubrzanog privrednog razvoja i prekomerne potrošnje u ovoj fazi igraju značajniju ulogu kod ZUR (Ca'Zorzi, Chudik, & Dieppe, 2012; Chinn & Prasad, 2003; Gruber & Kamin, 2005).

Deseto – u istraživanju kretanja NX treba uzeti u obzir kako strukturne faktore, tako i faktore cikličnog karaktera (veza: BDP – uvoz – privredni rast – devizni kurs) (Bluedorn & Leigh, 2011; A. M. Taylor, 2002). U pogledu strukturnih faktora veća otvorenost i liberalizacija tržišta kapitala povećavaju deficit NX, reforme socijalne zaštite imaju dvostruke efekte, a veća fleksibilnost tržišta rada smanjuje deficit NX, ali obara društveni konsenzus i ekonomsku motivaciju u dužem roku.

¹ Kriza je pogodila ekonomski veoma razvijene zemlje Dalekog Istoka: Tajland, Maleziju, Južnu Koreju, Filipine, Indoneziju, a mimoišla Kinu i Vijetnam zbog pojačane kontrole kapitala i odsustva preterane ekonomske liberalizacije. Krize sličnog tipa pogodile su Meksiko 1994. Rusiju 1998. Brazil 1999. Tursku 2001. Argentinu 2002. godine.

Jedanaesto – po teoriji konvergencije, postoji težnja ZUR da eliminišu razliku u nivou ekonomske razvijenosti sa razvijenim zemljama usled čega raste uvoz i investicije što povećava deficit NX (Bodor, 2019; Navas & Licandro, 2011).

Rad je podeljen u tri osnovne celine. Posle rezimea i uvoda, obrađuje se makroekonomski teorijski okvir vezan za bilans tekućih transakcija; druga celina analizira metodološki okvir tekućeg bilansa i platnog bilansa iz ugla knjigovodstva nacionalnih računa; treći deo odnosi se na empirijsku analizu za Srbiju koja ima postojani i značajni deficit tekućeg bilansa. Slede zaključna razmatranja.

2. DEFICIT BILANSA TEKUĆIH TRANSAKCIJA – MAKROEKONOMSKI TEORIJSKI OKVIR

Bilans tekućih transakcija u okviru makroekonomske teorije može se najjednostavnije objasniti unutar temeljnog makroekonomskog identiteta koji povezuje agregatnu ponudu i agregatnu tražnju, to je tzv *model injekcije-povlačenja (withdrawal-injection model)*. Polazi se od sledećeg niza relacija:

$$\begin{aligned}G + I + X &= T + S + M & 1) \\(G - T) &= (X - M) = S - I & 2) \\Za S = I je G - T = 0 i X - M = 0 & & 3) \\G > T \rightarrow BD, X < M \rightarrow -NX & & 4)\end{aligned}$$

Pri čemu simboli imaju sledeće značenje:

G je javna potrošnja, I su bruto domaće investicije, T su ukupni porezi, S je bruto nacionalna štednja privatnog sektora, X je ukupan izvoz, M je ukupan uvoz.

Prva relacija prikazuje na levoj strani injekcije koje ulaze u kružni tok i podstiču rast agregatne tražnje (državna potrošnja, investicije, izvoz), a na desnoj strani su povlačenja koja smanjuju rast agregatne tražnje i ispadaju iz kružnog toka privrede (porezi, štednja i uvoz). Saldo budžeta i saldo ekonomskih odnosa sa svetom (NX) su u ravnoteži sa domaćom štednjom i investicijama. Nedovoljna domaća štednja i prekomerne investicije povezani su sa negativnim saldonom budžeta (BD) i negativnim saldonom bilansa tekućih transakcija (NX). Višak javne potrošnje u odnosu na javne prihode po pravilu se nadoknađuje zaduživanjem na domaćem tržištu, a ako to nije dovoljno, onda zaduživanjem u inostranstvu. Višak uvoza nad izvozom (robe, usluge, dohoci), pokriva se stranim direktnim investicijama (FDI) ili zaduživanjem, a najčešće kombinacijom oba elementa. Platni bilans je formalno uvek u ravnoteži što ćemo objasniti u narednom poglavlju. Ovo teorijsko objašnjenje često se naziva i teorija budžetskog ograničenja, jer se višak investicija u odnosu na domaću štednju (investicioni jaz), pokriva negativnim saldonom bilansa tekućih transakcija. Tako je formalno (S-I) uvek jednako (X-M) tj. NX (A. M. Taylor, 2002). Prisustvo dva

deficita (budžetskog i bilansa tekućih transakcija), osnova je teorije o blizancima deficitima (*twins deficits theory*) koji su povezani sa jazom između domaće štednje i domaćih investicija. Formalno govoreći, manjak štednje nad investicijama može biti povezan samo sa jednim deficitom (recimo BD), ili sa oba deficita istovremeno (BD i NX) što je češći slučaj, naročito kod zemalja u razvoju. Zbog jaza između $G + T$, $S + I$ i $M + X$, ovaj model se često naziva i model tri jaza u teorijskim pristupima MMF (Yotzov, 2001).

Prikažaćemo sada i sledeći niz relacija koji dovodi u vezu agregatnu ponudu (AS), agregatnu tražnju (AD), bruto domaći proizvod (BDP) i apsorpciju (A_p):

$$(X - M) = (S - I) + (T - G) \quad 5)$$

$$X - M = AS - AD \quad 6)$$

$$NX < 0 \rightarrow AS < AD \quad 7)$$

$$X < M \rightarrow AS < AD \quad 8)$$

$$AS = AD + NX \quad 9)$$

$$A_p = C + I + G + M \quad 10)$$

$$Y = C + I + G + X \quad 11)$$

$$\text{Za } M > X \rightarrow A_p > Y \quad 12)$$

Relacija 5 pojednostavljeno prikazuje agregatnu ponudu (AS) i agregatnu tražnju (AD) na desnoj strani kao saldo bilansa tekućih transakcija. Višak uvoza nad izvozom (negativni bilans tekućih transakcija NX) je manjak agregatne ponude. Agregatna ponuda je jednaka agregatnoj tražnji i saldu tekućeg bilansa ($NX -$ izraz 9). Treba napomenuti da je domaći izvoz komponenta agregatne ponude, iako podstiče agregatnu tražnju, a uvoz je komponenta AD, premda kao povlačenje može i destimulativno da utiče na domaću proizvodnju. Tu dolazimo do važnog pitanja dekompozicije uvoza na „korisni“ i „štetni“ uvoz: uvoz repromaterijala i tehnologije može biti u funkciji privrednog rasta, a uvoz robe široke potrošnje podstiče potrošnju, zaduživanje građana i nema uticaj na privredni rast. Vratićemo se na ovo pitanje u delu o empirijskoj analizi. Izraz 10) predstavlja apsorpciju A_p (domaću potrošnju), a izraz 11) domaću proizvodnju. Višak uvoza nad izvozom (roba, usluga, kapitala), znači da je potrošnja veća od proizvodnje (izraz 12), da je domaća privreda nedovoljno konkurentna, da postoji sistematski jaz između (većih) investicija i (manje) štednje, koji, ako je postojan (perzistentan), može dovesti do sistematskog rasta spoljnog i javnog duga zemlje i do nepovoljnih posledica po privredni rast u srednjem roku.

Predstavićemo sada i treći niz relacija koji je važan za razumevanje naše analize:

$$NX = (S_p - I_p) + (S_g - I_g) \quad 13)$$

$$S_p \leq I_p: \text{ suficit/deficit privatnog sektora}$$

$$S_g \leq I_g: \text{ suficit/deficit javnog sektora} \quad 14)$$

$$PB - NX + KB - DR$$

$$KB = FDI + FCr \quad 15)$$

$$NX = f(S, I, X, M, Y, i, \epsilon) \quad 16)$$

$$\Delta \epsilon = \Delta e (\%) + (\pi - \pi_f) \quad 17)$$

Relacija 13) pokazuje da se štednja i investicije mogu dekomponovati na privatnu S_p i javnu S_g i da je moguće da postoji deficit javne štednje i javnih investicija (I_g) kao uzrok negativnog salda tekućeg bilansa, ili deficit privatnog sektora (višak privatne potrošnje u odnosu na privatne investicije I_p) kao uzrok negativnog NX , a moguće je istovremeno postojanje oba deficita. Relacija 14) pokazuje da se saldo platnog bilansa (PB) koji je knjigovodstveno uvek u ravnoteži izravna saldom kapitalnog bilansa (KB) i deviznih rezervi (DR). Ako je zemlja, na primer, u sankcijama, ne može da računa na tokove iz kapitalnog bilansa i tada minus NX pokriva samo smanjenjem deviznih rezervi (SRJ tokom 90-tih godina). Relacija 15) nam govori da je kapitalni bilans sačinjen u osnovi od dve komponente: stranih direktnih investicija (FDI) i tokova stranog kapitala i kredita (FCr) putem kojih se pokriva deficit u tekućem bilansu. Relacija 16) pokazuje da saldo tekućeg računa pored S, I, X, M , zavisi i do Y (BDP), kamatne stope i realnog deviznog kursa (u %), pri čemu je promena realnog deviznog kursa (u %) jednaka promeni nominalnog deviznog kursa (u %), korigovana za razliku domaće i strane inflacije (π i π_f).

Mandel-Flemingov model (kao proširenje osnovnog IS-LM modela), uzimanjem u obzir domaće i strane kamatne stope uspostavlja međuzavisnost u sledećoj sekvenci:

$$BD \uparrow \rightarrow i \uparrow \rightarrow FCr \uparrow \rightarrow -NX$$

$$BD \uparrow \rightarrow AD \uparrow \rightarrow -NX$$

Rast BD dovodi do porasta domaćih kamatnih stopa (u odnosu na inostrane), što dovodi do priliva kapitalnih tokova u zemlju (FCr) i uzrokuje deficit NX , ili po drugom mehanizmu rast BD dovodi do rasta AD što uzrokuje rast deficita NX .

Treći mehanizam vezan je za precenjen devizni kurs kada je realni kurs neravnotežan (nema korekcije nominalnog kursa uprkos činjenici da domaća inflacija raste brže od strane). Tada imamo sledeću sekvencu:

$$\epsilon \uparrow \rightarrow i \uparrow \rightarrow M, K \uparrow \rightarrow -NX$$

Precenjen kurs znači jeftiniji uvoz i skuplji izvoz, što istovremeno sa rastom domaćih kamata dovodi do negativnog salda NX . Srbija poslednjih 6 godina ima precenjen devizni kurs koji je dodatni generator negativnog salda tekućeg bilansa.

Postoji i argument vezan za Rikardovu hipotezu po kojoj višak javnih izdataka dovodi do istiskivanja privatnih investicija, povećava potrošnju, agregatnu tražnju i uvoz i povećava negativni saldo NX . Rikardova hipoteza, po pravilu, ne nalazi svoju empirijsku potvrdu.

Ova makroekonomska analiza kada je u pitanju kretanje NX zaslužuje sledeću rekapitalaciju:

1. Negativni NX može biti posledica BD;
2. Nedovoljna domaća štednja ili prekomerne investicije mogu uzrokovati negativni NX;
3. Precenjen realni devizni kurs takođe je uzrok -NX;
4. Rast „dobrog“ uvoza može pogodovati rastu BDP i privremeno dovesti do -NX;
5. Dinamičan priliv FDI i FCr (usled povoljnih kamatnih stopa) urokuje -NX;
6. Dinamičan rast domaće AD, potrošnje i kredita stanovništva i privatnog sektora može dovesti do -NX, što uzrokuje „loši“ deficit NX;
7. Odsustvo kontrole kapitala može uzrokovati -NX, a veća otvorenost prema svetu teorijski daje +- efekat na NX;
8. Nedovoljna konkurentnost domaće privrede (preskupa radna snaga, više cene, niži kvalitet robe), ima izrazito negativan efekat na NX;
9. Devizni priliv u vidu doznaka radnika iz inostranstva popravljala saldo NX;
10. Demografsko starenje stanovništva može negativno uticati na NX (pre svega zbog uticaja na BD i C).

Ključni uzroci deficita tekućeg bilansa su svakako budžetski deficit, prekomerna potrošnja i zaduživanje privatnog sektora, precenjen realni devizni kurs i nedovoljna konkurentnost domaće privrede koja je i najznačajniji uzročnik. Pritom treba praviti razliku između cikličnog deficita koji može biti posledica konjunktura i strukturnog- dugoročnog, perzistentnog deficita koji ukazuje na trajnu neravnotežu u privredi i dugoročne strukturne poremećaje. Rast BDP može privremeno izazvati rast deficita tekućeg bilansa, ali postojani i uporni deficit tekuće računa može imati nekoliko negativnih ekonomskih posledica:

- Povećava zaduživanje što dovodi do rasta javnog duga i spoljnotrgovinskog deficita;
- U slučaju precenjenog deviznog kursa otežava prilagođavanje i smanjuje devizne rezerve zemlje;
- Povećava ranjivost na spoljne šokove, što u slučaju krize može naglo dovesti do obustavljanja priliva FDI, ubrzanog pada DR, pojačane depresijacije domaće valute, rasta i potencijalnog sloma finansijskog sistema uz spoljni bankrot;
- Dovodi do potrebe za sredstvima MMF, što može uzrokovati bolne reforme i strukturna prilagođavanja sa značajnim ekonomskim i socijalnim troškovima;
- U dužem roku negativno utiče na rast BDP i smanjuje kvalitet ekonomskih performansi privrede u celini.

Ovaj deo možemo da zaključimo sledećom konstatacijama:

- Deficit tekućeg bilansa (NX) može doprineti rastu BDP ukoliko je reč o „dobrom“ uvozu;
- Hronični, postojani deficit NX pogoršava makroekonomske performanse, jer znači nekonkurentnu privredu, povećava javni i spoljni dug, može dovesti do krize platnog bilansa i finansijskog kolapsa, a prati ga, po pravilu, precenjen devizni kurs domaće valute i potencijalni inflatorni pritisci.

3. RAČUN TEKUĆIH TRANSAKCIJA – BILANSNI I METODOLOŠKI OKVIR

Na makroekonomsku analizu nadovezaće se bilansni prikaz platnog, kapitalnog i bilansa tekućih transakcija koji baca dodatno svetlo na funkcionisanje i rezumevanje područja ekonomskih odnosa sa svetom.² (Videti takođe: Fabris & Kilibarda, 2008).

Već znamo sledeću relaciju: $PB = NX + KB - DR$

Deficit platnog bilansa formalno je u ravnoteži, a saldo tekućeg bilansa ako je u minusu izravna se viškom na bilansu tekućih transakcija i smanjenjem deviznih rezervi.

Bilans tekućih transakcija – tekući bilans (NX) ima sledeću strukturu:

- **Robe (saldo)**
- **Usluge (saldo – turizma, transport, finansije)**
- **Dohoci (saldo dohodaka, kamata, dividendi koje plaćamo i prima-mao)**
- **Tekući transferi (otplate kredita, doznake radnika).**

Kapitalni račun se sastoji od:

- 1) **kupovine i prodaje neproizvodne finansijske aktive (HoV) i**
- 2) **kapitalnih transfera** koji imaju dve komponente:
 - a) kupovina i prodaja fiksne aktive (sticanje zemljišta, licenci, privrednih resursa) i
 - b) novčane transakcije od kupovine i prodaje fiksne aktive.

Platni bilans knjigovodstveno ima sledeću strukturu:

- **Saldo tekućeg bilansa**
- **Kapitalni račun**
- **Finansijski račun**
- **Neto greške i propusti**

² Detaljno uputstvo prema metodologiji MMF daje priručnik *Balance of Payments Manual* (International Monetary Fund, 1993).

Finansijski račun je važna stavka i na njemu se evidentiraju sledeće promene i stavke:

- **Direktne investicije (FDI).**
- **Portfolio investicije**
- **Ostale neto investicije**
- **Promene neto strane aktive komercijalnih banaka**
- **Promene deviznih rezervi zemlje**

Ovde je potrebno dati dodatna objašnjenja. **Ostale neto investicije** kao razlika aktive i pasive sačinjavaju: krediti, trgovinski krediti i depoziti banaka. Tu se evidentiraju privatni i javni dug – krediti koje uzima država i privatni sektor. Negativan saldo tekućeg i kapitalnog bilansa se finansiraju prilivima na finansijskom računu (direktne i portfolio investicije, krediti, devizne rezerve). Saldo tekućeg bilansa i kapitalnog bilansa su približno jednaki saldu finansijskog računa, a razlike knjigovodstveno izravnavaju neto greške i propusti.

Glavni pokazatelj spoljnotrgovinske neravnoteže je saldo tekućeg bilansa i on se može pokriti na sledeća tri načina (samo na jedan način i kombinacijom sva tri načina):

1. Putem stranih investicija
2. Preko rasta kreditne zaduženosti
3. Smanjenjem deviznih rezervi zemlje.

Negativan saldo tekućeg bilansa znači da je zemlja **neto dužnik**, jer primanje zajmova preteže nad davanjem zajmova. Promene na bilansu tekućih transakcija stvaraju novu vrednost, a promene na kapitalnom i bilansu finansijskog računa samo preraspodeljuju vrednost. Treba naglasiti da u slučaju porasta spoljnog duga, sankcija i ekonomske krize, po pravilu, strane investicije i krediti se drastično smanjuju i presušuju, a devizne rezerve zemlje se brzo „tope“. Tada zemlja koja je u problemima beleži ubrzanu depresijaciju, a preči bankrot i raspad finansijskog sistema zemlje. Zato postoji velika ranjivost ukoliko hronični deficit NX raste i ako se pretežno oslanjamo na strane kredite i FDI.

U slučaju da je visoki BD generator neravnoteže NX, mnogo je povoljnije ako u strukturi pokrivač deficita dominira domaći dug u odnosu na strani. Ako u okviru FDI dominiraju ulaganja u nekretnine to nije povoljna struktura FDI. Krediti mogu da se uzimaju za rast proizvodnje (što je povoljnije) i da ih uzimaju finansijske institucije (banke), koje ih mogu nameniti rastu privatne potrošnje i uvozu. FDI se mogu finansirati iz kredita (time se izbegava plaćanje poreza na profit), a postoje i krediti koje daju „majke“ firme za svoje podružnice „ćerke“ firme.

Svojevremeno je važila *Losonova doktrina* po kojoj deficit tekućeg računa nije problem ako je rezultat deficita privatnog sektora, jer se verovalo da je opasniji deficit budžeta i rast javnog duga. Međutim, kriza zemalja dalekog

Istoka 1997.-98. godine i Španije posle 2008. godine pokazale su da i dug privatnog sektora može biti podjednako opasan u generiranju krize (Fabris & Kilibarda, 2008).

Da bi se utvrdilo da li je hronični deficit tekućeg bilansa održiv, ili ne, prati se stopa rasta deficita NX i stopa rasta BDP i u slučaju da je deficit postaje neodrživ, jer se povećava udeo deficita NX u BDP (Roubini & Wachtel, 1998).

Najvažniji pokazatelj spoljne finansijske pozicije zemlje i njene održivosti je neto **međunarodna investiciona pozicija Srbije (MIP)**. Analitičar Katić (2022) ovaj pokazatelj naziva kolokvijalno koeficijentom neokolonijalne zavisnosti zemlje. Ovaj bilans se izračunava na sledeći način (Bumbić, 2022).

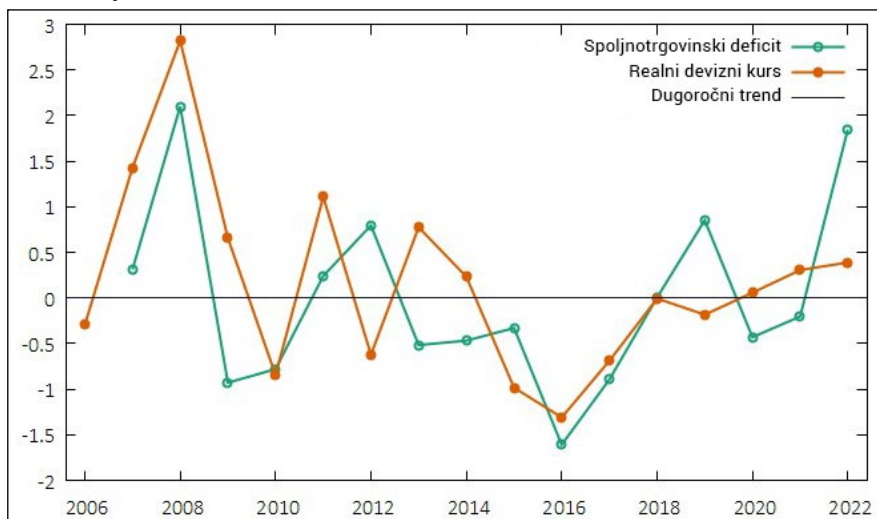
- Strane direktne investicije
- Portfolio investicije
- Finansijski derivati
- Ostale investicije (neto razlika aktive i pasive)
- Devizne rezerve

Saldo MIP izračunava se kao procenat udela u BDP i ukoliko je vrednost ovog koeficijenta bliža jedinici, utoliko zemlja ima nepovoljniju međunaordnu ekonomsku poziciju. Rast ovog pokazatelja u srednjem roku, takođe je važan indikator pogoršanja makroekonomskih performansi i međunarodne ekonomske pozicije zemlje.

4. EMPIRIJSKA ANALIZA BILANSA TEKUĆIH TRANSAKCIJA ZA PRIVREDU SRBIJE

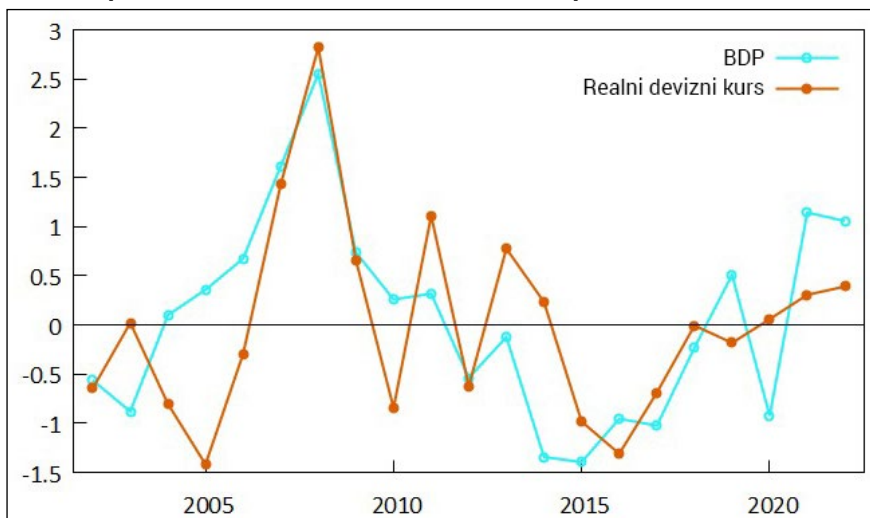
Korišćeni su podaci u periodu 2000.-2022. godina, mada ne raspolažemo podacima za svaku godinu po varijablama koje su prikazane grafički; kao što se vidi, nekada su to podaci od 2000-te godine, nekada od 2006., 2008., 2012., ali su podaci u osnovi uporedivi i omogućuju određene valjane zaključke. Dato je 19 grafikona, ili grupa grafikona koji ilustruju ključne teme naše analize. Rezultate analize prikazaćemo u nastavku poglavlja.

Grafikon 1: Ciklusi realnog deviznog kursa i spoljnotrgovinskog deficita, odstupanje od proseka perioda, (HP) filter, standardizovani podaci, 2006-2022.



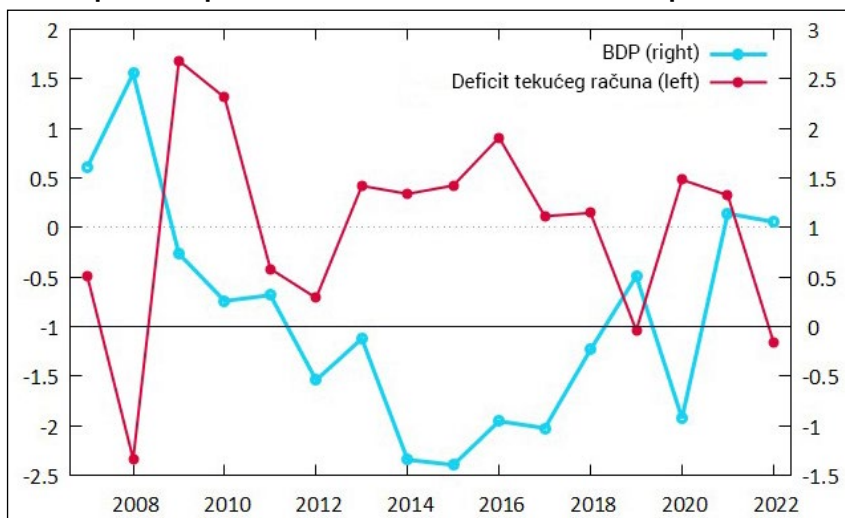
Izvor: Republički zavod za statistiku Srbije

Grafikon 2: Ciklusi realnog deviznog kursa i BDP, odstupanje od proseka perioda, (HP) filter, standardizovani podaci, 2002-2022



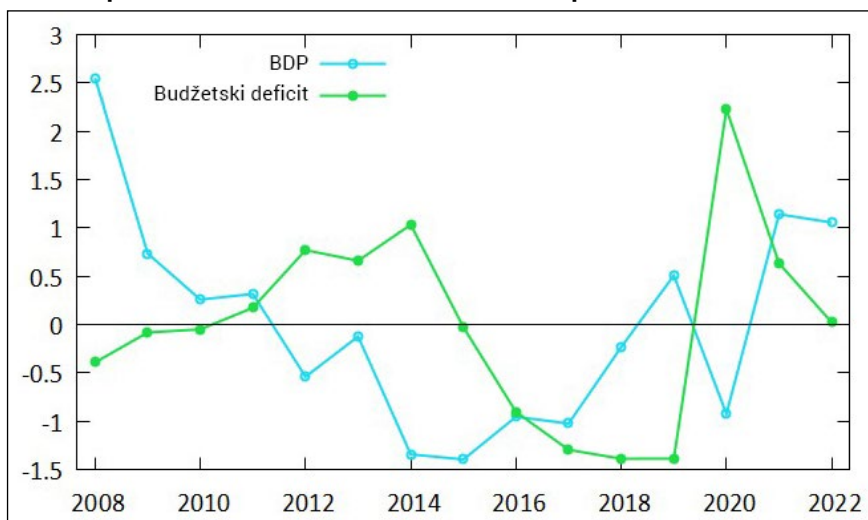
Izvor: Republički zavod za statistiku Srbije

Grafikon 3: Ciklusi inverznog deficita tekućeg računa i BDP, odstupanje od proseka perioda, (HP) filter, standardizovani podaci, 2007-2022



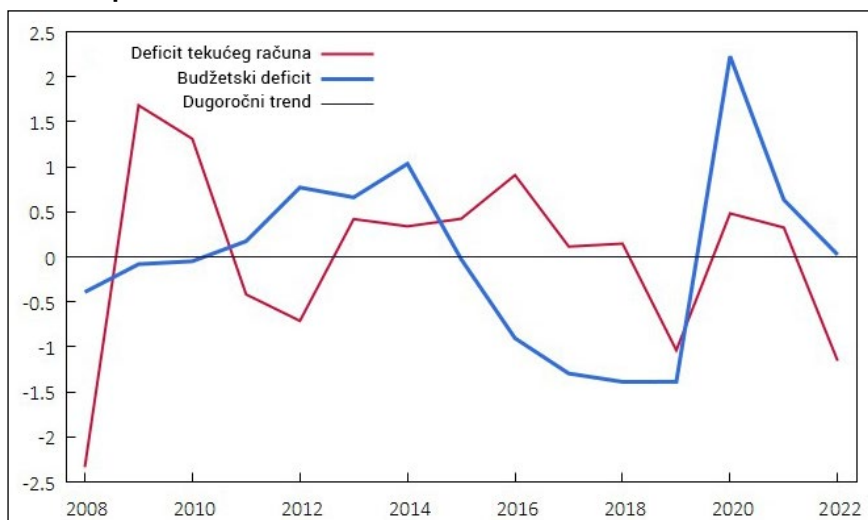
Izvor: Republički zavod za statistiku Srbije

Grafikon 4: Asimetrični ciklusi budžetskog i BDP, odstupanje od proseka perioda, (HP) filter, standardizovani podaci, 2008-2022



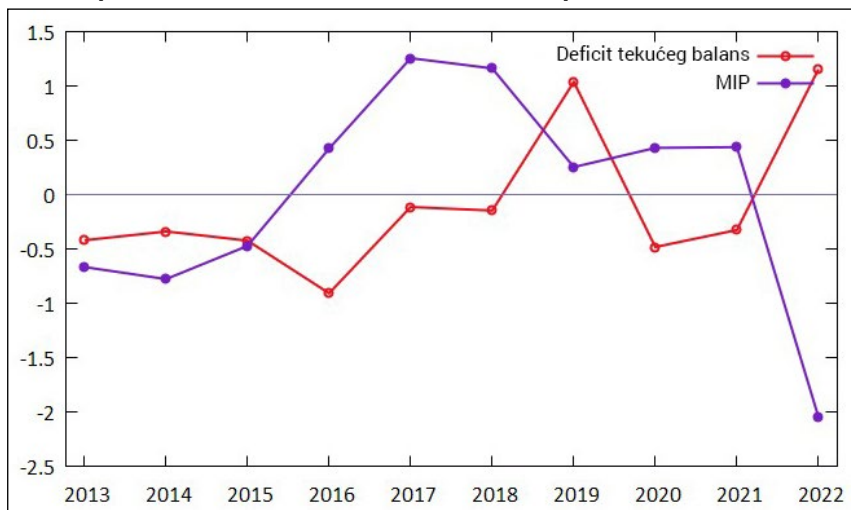
Izvor: Republički zavod za statistiku Srbije

Grafikon 5: Ciklusi budžetskog deficita i deficita tekućeg računa, odstupanje od proseka perioda, (HP) filter, standardizovani podaci, 2007-20



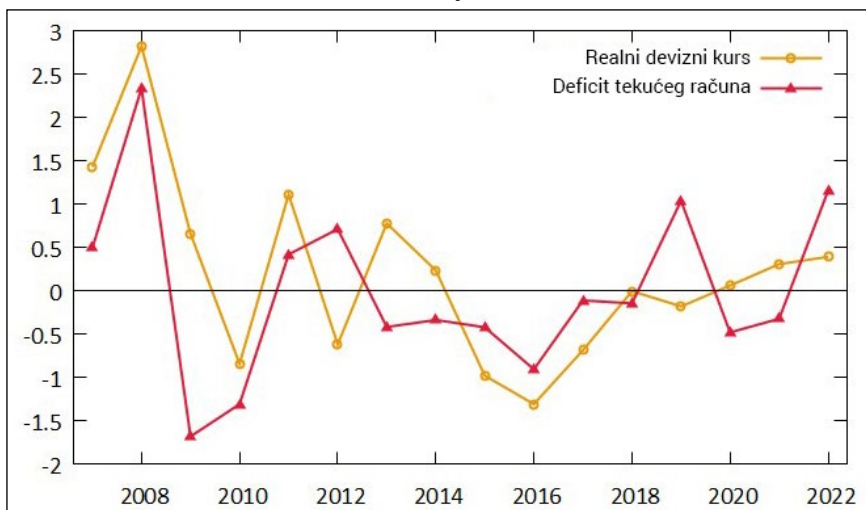
Izvor: Republički zavod za statistiku Srbije

Grafikon 6: Asimetrični ciklusi deficita tekućeg računa i međunarodne investicione pozicije (MIP) Srbije, odstupanje od proseka perioda, (HP) filter, standardizovani podaci, 2013-2022



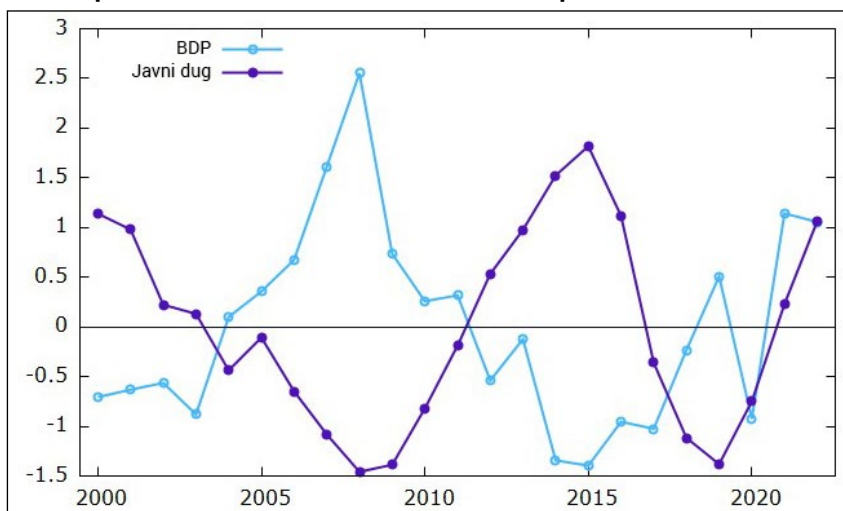
Izvor: Republički zavod za statistiku Srbije

Grafikon 7: Ciklusi deficita tekućeg računa i realnog deviznog kursa (+apresijacija, - depresijacija), odstupanje od proseka perioda, (HP) filter, standardizovani podaci, 2007-2022



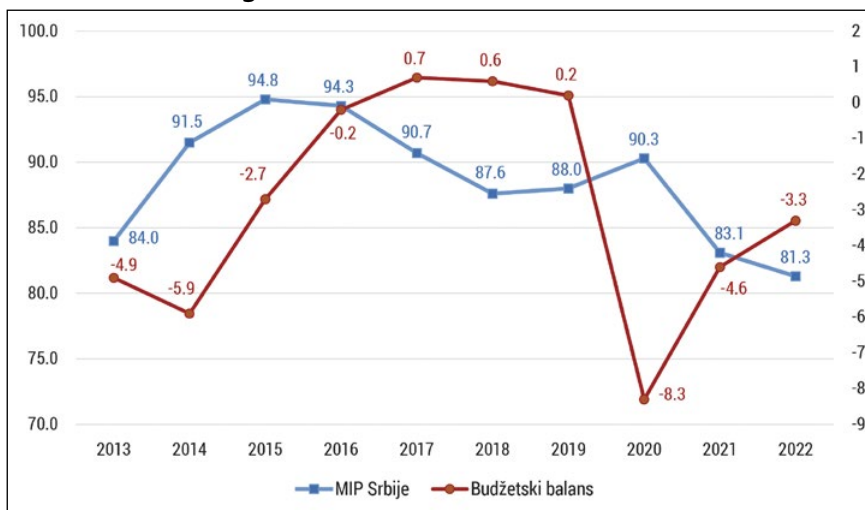
Izvor: Republički zavod za statistiku Srbije

Grafikon 8: Asimetrični ciklusi javnog duga i BDP, odstupanje od proseka perioda, (HP) filter, standardizovani podaci, 2007-2022



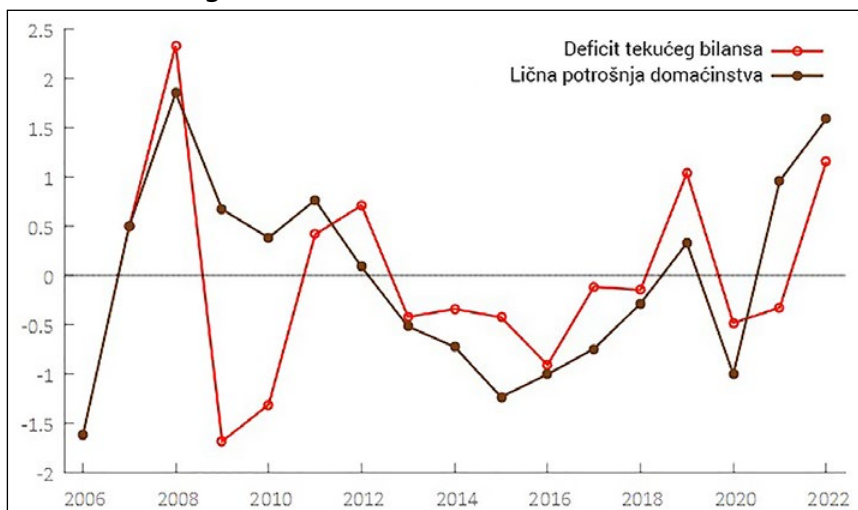
Izvor: Republički zavod za statistiku Srbije

Grafikon 9: Asimetrični ciklusi međunarodne investicione pozicije i budžetskog deficita, %, BDP, 2013-2022



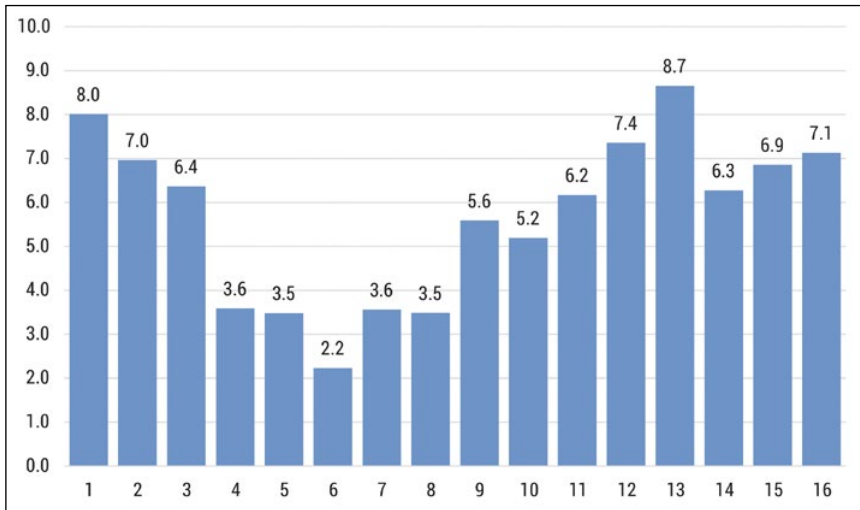
Izvor: Republički zavod za statistiku Srbije

Grafikon 10: Simetrični ciklusi lične potrošnje domaćinstava i deficita tekućeg bilansa, %, BDP, 2013-2022



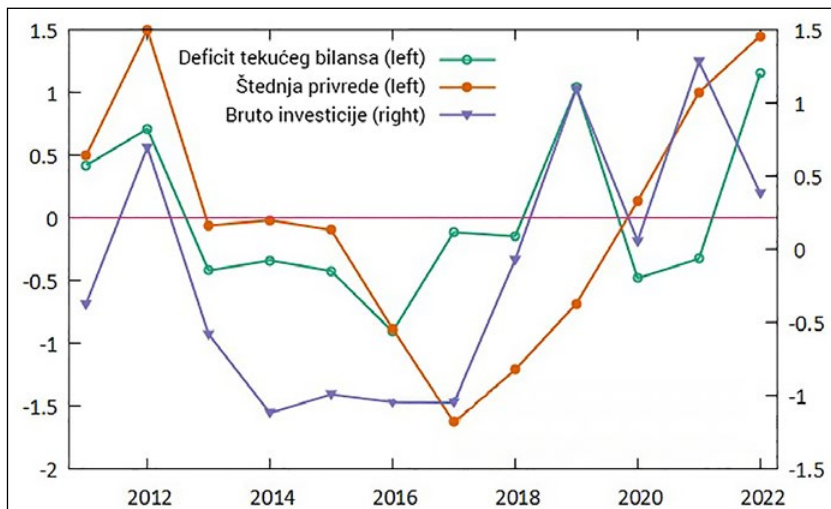
Izvor: Republički zavod za statistiku Srbije

Grafikon 11: Strane direktne investicije, % BDP



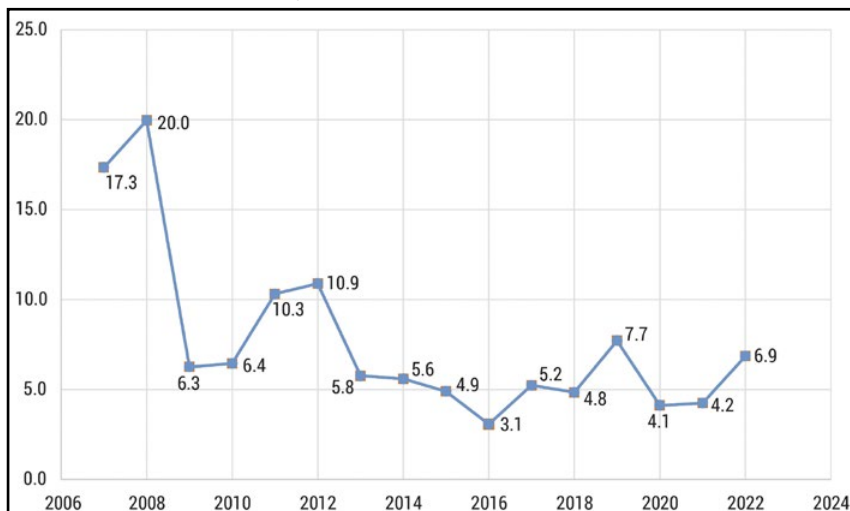
Izvor: Republički zavod za statistiku Srbije

Grafikon 12: Deficit tekućeg računa, strane direktne investicije i štednja privrede, odstupanje od proseka perioda, standardizovani podaci 2011-2022



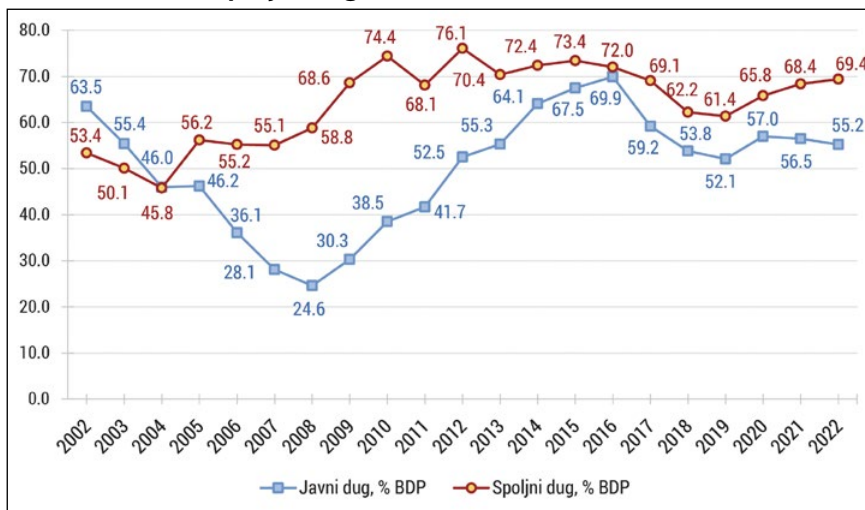
Izvor: Republički zavod za statistiku Srbije

Grafikon 13: Deficit tekućeg računa, % BDP



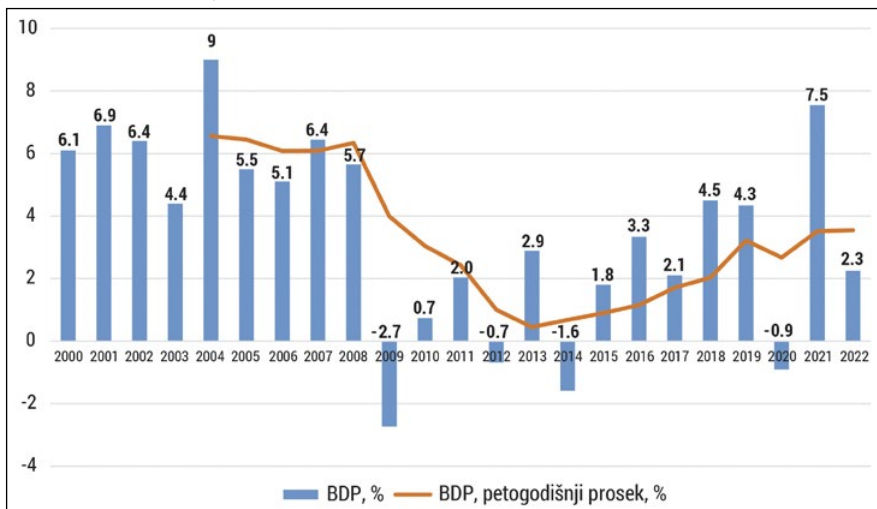
Izvor: Republički zavod za statistiku Srbije

Grafikon 14: Javni i spoljni dug, % BDP



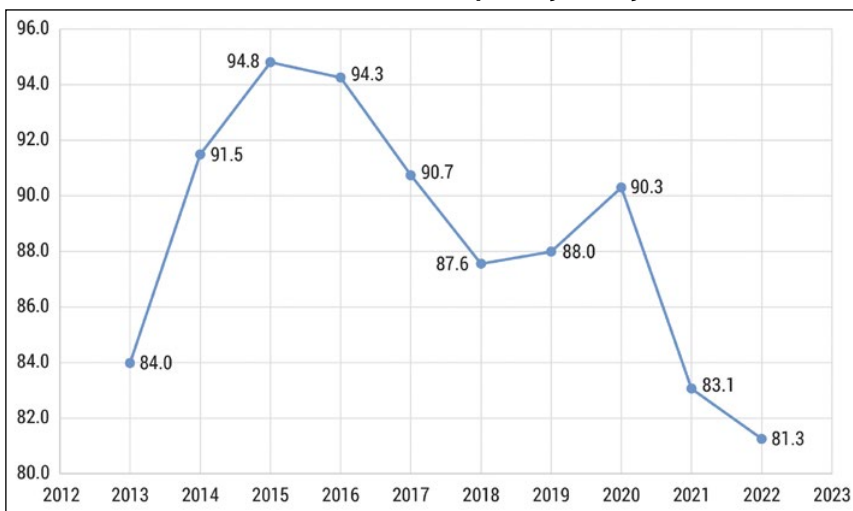
Izvor: Republički zavod za statistiku Srbije

Grafikon 15: Kretanje BDP – stope rasta



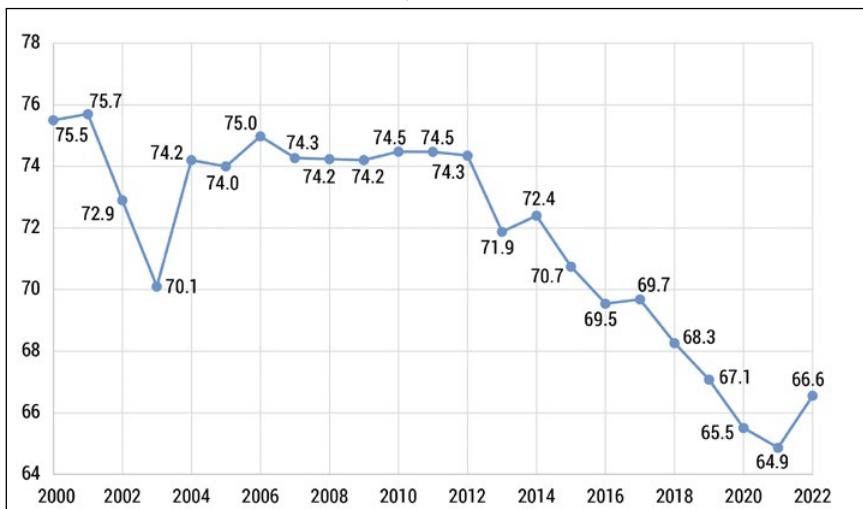
Izvor: Republički zavod za statistiku Srbije

Grafikon 16: Međunarodna investiciona pozicija Srbije (MIP), % BDP



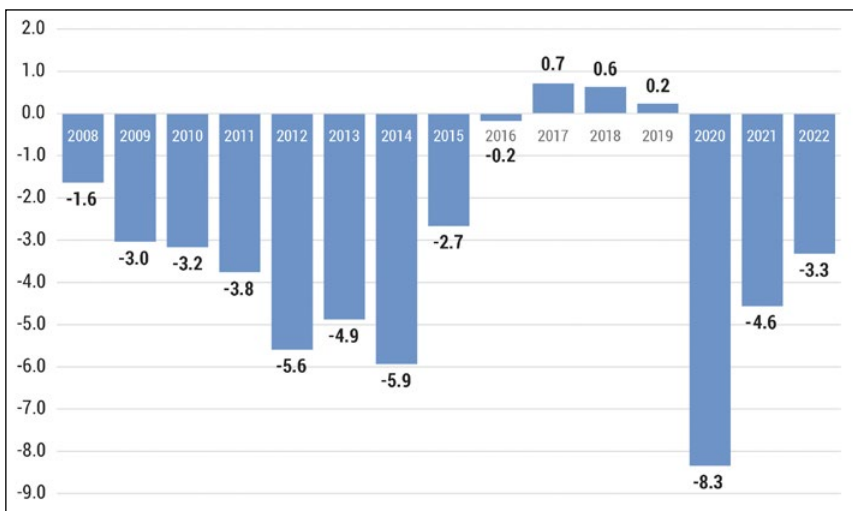
Izvor: Republički zavod za statistiku Srbije

Grafikon 17: Izdaci za ličnu potrošnju domaćinstava, % BDP



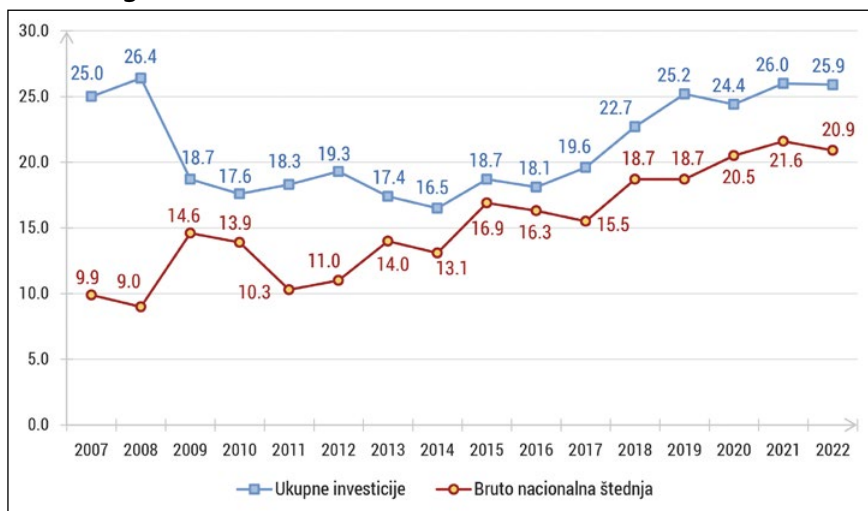
Izvor: Republički zavod za statistiku Srbije

Grafikon 18: Budžetski bilans, % BDP



Izvor: Republički zavod za statistiku Srbije

Grafikon 19: Ukupne investicije i bruto nacionalna štednja 2007.-2022. godina



Izvor: Republički zavod za statistiku Srbije

5. KOMENTAR REZULTATA I METODOLOŠKE NAPOMENE

Dajemo nekoliko metodoloških napomena:

1. Hodrick-Prescott filter je izveden iz istoimenog trenda i predstavlja njegovu cikličnu komponentu. Kada se od jedne serije isključi taj trend dobija se filter ili ciklus serije. Time se određuje nivo izravnjanja – stepen fleksibilnosti trenda jedne serije. To je statistička tehnika za izvlačenje ciklične serije tj. eliminisanje trenda iz serije. Nula serije je prosek perioda cele serije (dugoročni trend). Kada je iznad nule onda je iznad dugoročnog trenda, a kada je ispod nule onda je ispod proseka dugoročnog trenda.
2. Svi podaci u graficima su standardizovani podaci (aritmetička sredina o i varijansa 1).
3. Za izradu grafikona korišćeni su podaci kao godišnji i godišnji bazni podaci. Godišnji bazni podaci su serije sa trendom, a godišnji podaci sadrže i serije sa procentom učešća u BDP.³

Grafikon 13 daje kretanje deficita NX u periodu od 16 godina (2007.-2022. godina). Možemo zaključiti da Srbija ima postojan, uporan i značajan deficit NX (12 godina iznad arbitrarne granice od 5% deficita NX u BDP koju je definisao

³ Zbog dužine rada nismo prezentovali podatke u tabelama, ali mogu biti stavljene na uvid u prezentaciji. Tabele su rađene u excelu, a klikom na zaglavlja može se dobiti njihov detaljan opis.

MMF kao nivo posle koga deficit bilansa tekućih transaakcija postaje problem; 2 godine na samoj granici od 5% BDP, i dve godine ispod tog nivoa). U pojedinim godinama je taj deficit vrlo značajan: 17,3%, 20%, 10,3%, 10,9%. Narocito je značajan u periodu posle svetske finansijske krize (2008. i 2009. godine) kada dolazi do značajnog pogoršanja BD i pada BDP. U periodu 2009.-2015. godina imamo pad ili vrlo spori rast BDP i to je period kada značajno raste BD, deficit NX, opadaju FDI i dramatično raste spoljni i javni dug. To je u skladu sa teorijskim postavkama i pokazuje da je visok deficit NX u periodu do 2007. iako povezan sa rastom BDP, kasnije bio jedan od ključnih uzroka pada BDP, rasta javnog i spoljnog duga i istovremene pojave deficita blizanaca – NX i BD.

Grafikon izdataka za ličnu potrošnju (grafikon 10 i grafikon 16) veoma je indikativan i pokazuje da –NX bio izrazito „loš“ deficit što će se ispoljiti u periodu ekonomske krize do 2015. godine. Naime, u periodu 2000.-2012. godina, izdaci za ličnu potrošnju su vrlo visoki i kreću se oko 75% BDP, da bi značajnije pali tek sa fiskalnom konsolidacijom od 2014.-2015. godine. To znači da je kurs dinara bio precenjen, kamatna stopa veoma visoka sa prilivom naročito *hot money* kapitala i velikim uvozom, priliv kapitala odlazio je na potrošnju, ekspanziju kredita i rast agregatne tražnje, a ne u novi razvoj. Kada je usledila kriza i naglo smanjenje priliva stranog kapitala i FDI, istovremeno se pojavio visok BD, nagli rast spoljnog i javnog duga i pad BDP, što je takođe, automatski pogoršalo sve pokazatelje koji se izražavaju u odnosu na BDP. U ovom periodu imamo i pojavu deficita blizanaca BD-NX, pri čemu ostaje visok nivo javne potrošnje (penzioni fondovi), smanjuju se fiskalni prihodi ulsed pada BDP, opadaju FDI i simultano raste –NX, javni i spoljni dug.

U periodu fiskalne konolidacije (2014.-2018.godina), odvija se nekoliko ekonomski povoljnih procesa: (grafikoni 3, 4, 5, 8, 14, 18).

- Počev od 2012. značajno opada deficit NX i pad ovog deficita prethodi drugim povoljnim makroekonomskim kretanjima; (grafikon 10);
- Opada BD, naročito posle 2016. godine; (grafikon 17);
- Rastu FDI i opada javni dug; (grafikon 11, grafikon 14);
- Opada lična potrošnja domaćinstava koja dodatno generiše spoljno zaduživanje;
- Počinje više da raste BDP (grafikon 14).

Prikazali smo i MIP – međunarodnu investicionu poziciju Srbije (grafici 6, 9, 16). Ona je izrazito loš pokazatelj, jer Srbija ima učešće ovog pokazatelja iznad 80% konstantno više od 10 godina. Ovaj pokazatelj sugerise da FDI kao oblik pokrića deficita NX nisu dugoročno pozitivna pojava, što je kriza posle 2008. godine pokazala, kada je došlo do značajnog pada FDI i ubrzalo spiralu javni dug-spoljni dug-budžetski deficit-pada BDP. Kretanje MIP i BDP ima suprotnu tendenciju delom zato što se MIP izražava kao % BDP, a delom stoga što rast NX

ima dugoročno negativan efekat na BDP. Takođe, poslednji grafikon pokazuje da smanjenje BD (poboljšanje budžetskog bilansa) vodi ka poboljšanju MIP-pokazatelja i obratno, što je u skladu sa teorijskim očekivanjima. Srbija ima visoko učešće MIP u BDP i znatno veće od mnogih drugih zemalja koje imaju približni nivo deficita NX.⁴ To pokazuje da je međunarodna ekonomska pozicija Srbije teža nego kod mnogih drugih zemalja i ranjivost na tekući bilans i FDI veća, a da je međunarodna konkurentna pozicija zemlje vrlo slaba i uzrokuje stope rasta BDP koje ne mogu značajnije da poboljšaju relativnu ekonomsku poziciju Srbije u odnosu na zemlje Centralne, Istočne Evrope, Hrvatsku, Bugarsku, Rumuniju. Ovaj pokazatelj sugeriše da Srbija dugoročno mora da vodi drugačiju politiku deviznog kursa, da kreira ofanzivnu izvoznu strategiju i da generiše stope rasta BDP iznad 6% prosečno u periodu od 10-15 narednih godina.

Grafikon 1 prikazuje kretanje realnog deviznog kursa i spoljnotrgovinskog deficita, na kojem se jasno vidi da je u periodima izražene apresijacije realnog kursa („rast“) dolazilo do rasta spoljnotrgovinskog deficita, odnosno u periodima izražene depresijacije realnog kursa („pada“) dolazilo do izraženog pada trgovinskog deficita. Stepenn izražene realne veze (kurs/deficit) bio je u 2008 (apresijacija – neznatna nominalna depresijacija uz višu inflaciju kao uvod u krizu od 2009),⁵ 2016 (depresijacija usled izraženog rasta nominalnog kursa evra (maksimalnu prosečnu vrednost od 123,1 dinara za jedan evro) i dolara, pri niskoj inflaciji) i 2022 godini (apresijacija usled blage nominalne depresijacije kursa ali više inflacije zbog geopolitičkih tenzija i rasta cene energenata). Dakle, odnos realnog kursa i trgovinskog deficita pokazuje da su se efekti politike deviznog kursa pokazivali tek nakon značajnije promene realnog deviznog kursa, (apresijacije/depresijacije), bilo da je bio uslovljen u izraženoj nominalnoj depresijaciji/apresijaciji, bilo da je uslovljen, niskom/visokom inflacijom pri stabilnijem kursu.

Ciklusi realnog deviznog kursa i BDP (grafikon 2) jasno pokazuju da izražena apresijacija realnog deviznog kursa u srednjem roku vodi ubrzavanju lične potrošnje domaćinstava (kao rashodne komponente BDP) usled veće potrošnje uvozne potrošačke robe (koja po cenama postaje konkurentnija naspram domaće). U dugom roku ovo znači prisustvo spoljnotrgovinskog deficita i nekonkurentnost domaće privrede i rast BDP po osnovu lične potrošnje domaćinstava uvoznih roba i ukupnih usluga (Savić & Pitić, 2010).

⁴ Primera radi, MIP za 2022. godinu kao % učešća u BDP po nekim izabranim zemljama je: Hrvatska -26%, BiH – 27%, Bugarska -12%, Rumunija- 41%, Poljska -33%, Mađarska -48%, ali i Portugalija -83%, Grčka -141% i Crna Gora -141%. Slični podaci za mnoge zemlje bili bi kada bismo uzeli i neku drugu godinu unazad u odnosu na 2022. godinu.

⁵ Ovo nagoveštava mogućnost pojave tzv. Balassa-Samuelson efekta po kome apresijacija realnog deviznog kursa vodi do rasta relativnih cena nerazmenjivih dobara prema razmenjivim zbog razlike u produktivnosti oba sektora. To bi, naravno, trebalo istražiti, što nije namera našeg rada.

Simetrično kretanje realnog deviznog kursa i deficita tekućeg bilansa, i asimetričnog kretanje kursa i BDP (grafici 2, 3 i 7) sugerise da je hipoteza o prece-njenom deviznom kursu i niskoj konkurentnosti srpske privrede kao uzročniku postojanog deficita NX veoma značajna, a naročito izražena u periodu do 2009. godine. Takođe, grafikon 1 sugerise da posle 2016. godine ponovo dolazi do apresijacije realnog deviznog kursa (manje nego u periodu do 2009. godine), što takođe uzrokuje postojani rast deficita CA iznad dugoročne trend linije.

Pošto rast uvoza vodi padu BDP, to je na grafikonu 3 deficit prikazan kao inverzna vrednost kako bi se slikovito pokazao njegov negativan doprinos na BDP.

Grafici od 1 do 5, pokazuju negativni uticaj dva deficita NX i BD na kretanje BDP i jasnu vezu između deficita NX i BD, što potvrđuje prisustvo hipoteze o blizanačkim deficitima u privredi Srbije, a to se pokazuje i posle 2012. godine u stabilizaciji. Međutim, u pojedinim periodima (do 2009. i posle 2016. godine), veći uticaj na negativna kretanja NX ima precenjen realni devizni kurs i niža konkurentnost privrede, nego veza dva deficita NX-BD. To se lepo vidi na grafikonu 10 gde precenjen kurs podstiče ličnu potrošnju i automatski uzrokuje rast „lošeg“ deficita NX.

Godine fiskalne konsolidacije (od 2015.) (grafikon 8,11,13,14) pokazuju da niži BD, niži NX, reaniji kurs i rast FDI, dovode do stabilnog rasta BDP i daju prostor za veći obim javnih investicija koje u najvećoj meri podstiču više stope rasta BDP. Stoga se politika deviznog kursa trenutno javlja kao ključni ograničavajući faktor višeg rasta BDP i nižeg deficita NX. Nevolje je, međutim, što nema prostora za devalvaciju, jer je nominalni devizni kurs ključno sidro monetarne politike i pad vrednosti dinara bi dodatno podstakao inflatorna očekivanja u okolnostima kada je u Srbiji godišnja inflacije u 2023. godini premašila 15 procenata.

Grafikon 6 jasno pokazuje da rastom deficita tekućeg računa dolazi do većeg zaduživanja i pogoršanja međunarodne investicione pozicije zemlje.

Uočavaju se dva karakteristična obrasca: 1) precenjen ralni kurs, rast lične potrošnje, rast defiiita CA koji zatim usporava rast BDP, povećava ranjivost od iznenadnog pada FDI i povećava javni i spoljni dug zemlje. To je period 2001.-2009. godina i period posle 2016. godine. Iznenadni pad FDI naročito je vidljiv u periodu 2010.-2014. godina, a to se poklapa sa visokim $-NX$, rastom BD i rastom javnog i spoljnog duga zemlje. 2) drugi obrazac je povezan sa rastom BD i $-NX$ (od 2010. godine), a na sličan način deluje samo u smislu poboljšanja ekonomskih pokazatelja: pada BD, $-NX$ i rasta BDP. Rastu BDP najviše bi pogodovala situacija sa ravnotežnim kursom, nižim BD, rastom izvoza i nižim NX.

Premda štednju i investicije dajemo na posebnom grafikonu, grafikon 12 pokazuje da rast štednje privrede (i stanovništva) vodi smanjenju deficita NX, a u periodima kada investicije nadmašuju štednju i uzrokuju deficit NX, to je

svakako „bolji“ deficit, jer rast investicija, po pravilu, dovodi do rasta BDP. Grafikon 19 prati nivo bruto investicija i bruto nacionalne štednje kao procenta od BDP. Razlika investicija i štednje predstavlja saldo bilansa tekućih transakcija (NX). Može se uočiti nekoliko perioda: do 2008. je ogroman gep i veliki deficit NX koji prikazuje izuzetno nizak udeo domaće štednje što je tipično za manje razvijene zemlje. Sve do 2012. udeo štednje u BDP je izuzetno nizak, ali je nizak i nivo investicija, pa imamo niske stope rasta BDP ili čak recesiju. Posle 2013. i nakon fiskalne konsolidacije gep između investicija i štednje ne raste značajno, jer raste štednja, ali rastu i investicije koje podstiču nešto ubrzaniji privredni rast. Tako je rast štednje izuzetno važan faktor koji omogućava privredni rast rastom investicija, a da pritom održava saldo NX u održivim okvirima.

6. ZAKLJUČCI

Negativni saldo bilansa tekućih transakcija je ključni pokazatelj slabih ekonomskih i izvoznih performansi jedne zemlje i njene nekonkurentne međunarodne pozicije. Ovo je naročito pojačano u slučaju kada je deficit postojan, dugoročan, uporan i premašuje 5% učešća u BDP. Deficit bilansa tekućih transakcija, ukoliko je postojan i raste, povećava međunarodnu ranjivost jedne zemlje na šokove iz spoljnog okruženja i na nagli pad priliva stranih direktnih investicija, što u kratkom roku može dovesti do valutne krize i rasta spoljnog i javnog duga i urušiti finansijski i ekonomski sistem zemlje.

Srbija je zemlja koja ima postojan i značaj defeciti tekućeg bilansa i njena ranjivost naročito je ispoljena posle svetske finansijske krize od 2009. godine kada je došlo do naglog pada priliva stranih direktnih investicija, pada bruto domaćeg proizvoda, značajnog rasta deficita tekućeg bilansa i deficita budžeta i rasta spoljnog i javnog duga zemlje. Spoljni šokovi tako su proizveli naglu i simultanu pojavu više povezanih negativnih makroekonomskih pokazatelja. Usled toga usledila je fiskalna konsolidacija koja je istovremeno sa rastom stranih direktnih investicija i rastom bruto domaćeg proizvoda obezbedila povoljnije ekonomske trendove u privredi Srbije u periodu 2015.-2022. godina.

Rad je prezentovao ključne postavke makroekonomske teorije (model injekcije-povlačenja, budžetsko ograničenje štednja-investicije i saldo bilansa tekućih transakcija, model tri jaza i vezu blizanačkih deficita budžeta i tekućeg bilansa), kao i praćenje i analizu ovih agregata na nivou nacionalnih računa. Posebno smo istakli da treba naročito pratiti međunarodnu investicionu poziciju Srbije, jer je ona stvarni pokazatelj međunarodne zaduženosti zemlje i upućuje na činjenicu da treba biti oprezan sa stranim direktnim investicijama, naročito u slučaju učestalih egzogenih šokova kao što su međunarodne finansijske krize, COVID pandemija i rat u Ukrajini.

Empirijska analiza prezentovana analizom ključnih podataka i grafikona u periodu 2000.-2022. godina potvrdila je većinu teorijskih pretpostavki i analiza i jasno pokazala dva obrasca makroekonomske politike: 1) precenjen devizni kurs – porast lične potrošnje – rast deficita tekućeg bilansa – pad bruto domaćeg proizvoda i nastanak krize; 2) pojavu blizanačkih deficita tekućeg bilansa i budžeta koji pogoršavaju spoljnu ekonomsku poziciju zemlje i vode ka usporavanju privrednog rasta.

Optimalna ekonomska politika u srednjem roku trebalo bi da se zasniva na politici ravnotežnog realnog deviznog kursa, ofanzivnoj izvoznoj strategiji, većem osloncu na pokriće umerenog budžetskog deficita unutrašnjim zaduživanjem i podsticaju rastu stimulacijom faktora na strani ponude, naročito u domenu ulaganja u ljudski kapital i naučno-istraživački rast i razvoj.

LITERATURA

1. Aristovnik, A. (2006). *The Determinants & Excessiveness of Current Account Deficits in Eastern Europe & the Former Soviet Union* (Working Paper Izd. 827). Ann Arbor, MI: William Davidson Institute (WDI). Preuzeto od William Davidson Institute (WDI) website: <http://deepblue.lib.umich.edu/handle/2027.42/57207>
2. Bluedorn, J., & Leigh, D. (2011). Revisiting the Twin Deficits Hypothesis: The Effect of Fiscal Consolidation on the Current Account. *IMF Economic Review*, 59(4), 582–602.
3. Bodor, S. M. (2019). *Analiza perzistentnosti i divergentnosti tekućeg računa u evropskim ekonomijama metodama panela* (Doktorska disertacija, Univerzitet u Beogradu: Ekonomski fakultet). Univerzitet u Beogradu: Ekonomski fakultet, Beograd. Preuzeto od <http://eteze.bg.ac.rs/application/showtheses?thesesId=7020>
4. Bumbić, D. (2022). Međunarodna investiciona pozicija u periodu 2013.-2021. Godine. U *Trendovi Q3: Sv. III kvartal* (str. 11–23). Beograd: Republički zavod za statistiku.
5. Buturac, G. (2019). Gospodarski rast, konvergencija i članstvo u EU: Empirijski dokazi iz Hrvatske. *Ekonomski pregled*, 70(2), 173–208.
6. Calderon, C., Chong, A., & Loayza, N. (2010). *Determinants of current account deficits in developing countries* (Policy Research Working Paper Izd. WPS2398). Washington, D.C.: World Bank Group.
7. Calvo, G. A. (2007). Balance-of-Payments Crisis in Emerging markets: Large Capital Inflows and Sovereign Governemnts. U P. Krugman (Ur.), *Currency Crises* (str. 71–97). Chicago, IL: University of Chicago Press.
8. Ca'Zorzi, M., Chudik, A., & Dieppe, A. (2012). *Thousands od Model, One Story: Current Account Imbalances in the Global Economy* (Working Paper Series Izd. 1441). Frankfurt am Main, Germany: European Central Bank.
9. Chinn, M. D., & Prasad, E. S. (2003). Medium-term determinants of current accounts in industrial and developing countries: An empirical exploration. *Journal of International Economics*, 59(1), 47–76. [https://doi.org/10.1016/S0022-1996\(02\)00089-2](https://doi.org/10.1016/S0022-1996(02)00089-2)
10. Çoban, H., & Balıkçioğlu, E. (2016). Triple Deficit or Twin Divergence: A Dynamic Panel Analysis. *The International Journal of Economic and Social Research*, 12(1), 271–280.
11. Edwards, S. (2004a). *Financial Openness, Sudden Stops and Current Account Reversals* (NBER Working Paper Izd. w10277). Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research. <https://doi.org/10.3386/w10277>
12. Edwards, S. (2004b). *Thirty Years of Current Account Imbalances, Current Account Reversals and Sudden Stops* (NBER Working Paper Izd. w10276). Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research. <https://doi.org/10.3386/w10276>

13. Fabris, N., & Kilibarda, B. (2008). *Analiza održivosti deficita tekućeg računa Crne Gore* [Radna studija br. 14]. Podgorica: Centralna banka Crne Gore.
14. Frankel, J. A., & Rose, A. K. (1996). Currency crashes in emerging markets: An empirical treatment. *Journal of International Economics*, 41(3), 351–366. [https://doi.org/10.1016/S0022-1996\(96\)01441-9](https://doi.org/10.1016/S0022-1996(96)01441-9)
15. Gruber, J. W., & Kamin, S. B. (2005). *Explaining the Global Pattern of Current Account Imbalances* (FRB International Finance Discussion Papers Izd. 846). Washington, D.C: Board of Governors of the Federal Reserve System.
16. Herrmann, S., & Jochem, A. (2005). *Determinants of current account developments in the central and east European EU member states—Consequences for the enlargement of the euro area* (Discussion Paper, Series 1: Economic Studies Izd. 32/2005). Frankfurt am Main, Germany: Deutsche Bundesbank.
17. Hrvatska udruga banaka. (2022). *HUB Analize 75: Pred vratima eura s pogledom na dugi rok: Inflacija i makroekonomske neravnoteže* (Izd. 75). Zagreb: HUB.
18. International Monetary Fund. (1993). *Balance of Payments Manual* (5.). Washington, D.C.: IMF.
19. Katić, N. (2022). *Opasna vremena* (2.). Beograd: Catena mundi.
20. Kumhof, M., & Laxton, D. (2009). *Fiscal Deficits and Current Account Deficits* (IMF Working Papers Izd. WP/09/237). Washington, D.C: International Monetary Fund (IMF). <https://doi.org/10.5089/9781451873849.001>
21. Navas, A., & Licandro, O. (2011). Trade Liberalization, Competition and Growth. *The B.E. Journal of Macroeconomics*, 11(1), 1–28. <https://doi.org/10.2202/1935-1690.2087>
22. Obstfeld, M., & Rogoff, K. (2005). Global Current Account Imbalances and Exchange Rate Adjustments. *Brookings Papers on Economic Activity*, 36(1), 67–146.
23. Ricci, L. A., Ostry, J. D., Lee, J., Prati, A., & Milesi-Ferretti, G. M. (2008). *Exchange Rate Assessments: CGER Methodologies* (IMF Occasional Paper Izd. 2008/002). Washington, D.C.: International Monetary Fund (IMF).
24. Roubini, N., & Wachtel, P. (1998). *Current Account Sustainability in Transition Economies* (NBER Working Paper Izd. w6468). Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research. <https://doi.org/10.3386/w6468>
25. Savić, N., & Pitić, G. (Ur.). (2010). *Kuda ide konkurentnost Srbije*. Beograd: FEFA - Fakultet za ekonomiju, finansije i administraciju.
26. Şen, H., & Kaya, A. (2016). *Are the twin or triple deficits hypotheses applicable to post-communist countries?* (BOFIT Discussion Papers Izd. 3/2016). Helsinki: Bank of Finland.
27. Taylor, A. M. (2002). A century of current account dynamics. *Journal of International Money and Finance*, 21(6), 725–748. [https://doi.org/10.1016/S0261-5606\(02\)00020-7](https://doi.org/10.1016/S0261-5606(02)00020-7)
28. Taylor, M. P., & Sarno, L. (1998). The behavior of real exchange rates during the post-Bretton Woods period. *Journal of International Economics*, 46(2), 281–312. [https://doi.org/10.1016/S0022-1996\(97\)00054-8](https://doi.org/10.1016/S0022-1996(97)00054-8)
29. Yotzov, V. (2001). *Macroeconomic model of the International Monetary Fund and the World Bank* (Discussion papers Izd. dp/14/2000). Sofia: Bulgarian National Bank.

MACROECONOMIC CONSEQUENCES OF THE CURRENT ACCOUNT DEFICIT FOR THE SERBIAN ECONOMY

ABSTRACT

The paper analyzes the macroeconomic consequences of a persistent and long-term current account deficit of the Serbian economy. Starting from the macroeconomic theory and relations that establish a connection between the key macroeconomic variables, and from the methodological framework of national accounts for the balance of payments, the current account balance and the international investment position, the paper analyzes empirical data and shows that the long-term deficit of the current account reduces sustainable growth of the gross domestic product, worsens the international investment position of Serbia, leads to a coupling with an overvalued real exchange rate, maintains a high level of external indebtedness of the country and contributes to greater vulnerability to crises in the event of public debt repayment problems and cessation of foreign direct investment inflows.

Keywords: *current account balance, budget deficit, international investment position, balance of payments, foreign direct investments.*