

## DEGLOBALIZACIJA I MEĐUNARODNO KRETANJE KAPITALA

## DEGLOBALISATION AND INTERNATIONAL CAPITAL FLOWS

Prof. dr Radovan Kovačević<sup>1</sup>

---

*Apstrakt: Rast globalne otvorenosti za trgovinu posle svetske finansijske krize iz 2008. godine je skoro zaustavljen. Trgovinski odnosi između SAD i Kine su obeleženi rastom carinske zaštite, što je podstakle oživljavanje protekcionizna u svetskoj privredi. Kovid-19 i rat Rusije i Ukarajine doveli su do turbulencija na međunarodnom tržištu kapitala. Porast finansijskih sankcija u svetu doprineo je povećanju rizika plasmana kapitala u brojne zemlje. Geopolitički rizici i trgovinska ograničenja sve više utiču na oblikovanje međunarodnih tokova kapitala. Zemlje bliskih političkih gledišta imaju veće šanse za priliv kapitala od zemalja sa udaljenijim političkim stavovima. Formira se svojevrсна geopolitička matrica međunarodnih tokova kapitala. Fragmentacija prekograničnih tokova kapitala odvija se u okruženju rastućih kamatnih stopa u svetu. Time se stvaraju zadovoljavajuće pretpostavke za pojavu spoljne nesolventnosti, pa čak i potencijalne nelikvidnosti više zemalja u razvoju (ZUR), kao i nekih zemalja u tranziciji. Visoko zadužene zemlje se suočavaju sa rastućim troškovima novih pozajmica, koje su neophodne radi urednog servisiranja postojećeg spoljnog duga. Stoga rastuće geopolitičke tenzije, sem preusmeravanja međunarodnih tokova kapitala, smanjuju mogućnosti globalne diverzifikacije rizika, što pogađa i razvijene zemlje. Fragmentacija stranih direktnih investicija (SDI), posebno onih u strateški osetljive sektore,*

---

<sup>1</sup> Ekonomski fakultet u Beogradu. E-mail: radovan.kovacevic@ekof.bg.ac.rs.

*takođe utiče na globalnu prekompoziciju tokova kapitala. Najveće troškove finansijske fragmentacije će snositi ZUR i neke zemlje u tranziciji.*

**KLJUČNE REČI:** IZVOZ, KAPITAL, FRAGMENTACIJA, GEOPOLITIČKI RIZIK.

**JEL KLASIFIKACIJA:** F31, F32, F34, F36.

***Abstract:** The growth of world trade openness after the global financial crisis of 2008 has almost stopped. Trade relations between the US and China have been marked by an increase in customs protection, which has fuelled the revival of protectionism in the world economy. The Covid-19 and the war between Russia and Ukraine have caused turbulence in the international capital market. The increase in financial sanctions in the world has contributed to the increase in the risk of capital placement in numerous countries. The geopolitical risks and trade restrictions have increased their influence on the international capital flows. Countries with close political views have a greater chance of capital inflows than countries with more distant political views. A kind of geopolitical matrix of international capital flows is being formed. The fragmentation of cross-border capital flows is taking place in an environment of rising interest rates in the world. This creates satisfactory conditions for the emergence of external insolvency, and even potential external illiquidity of several developing countries, as well as some countries in transition. Heavy indebted countries face rising costs of new borrowing, which is necessary to properly service existing external debt. Therefore, growing geopolitical tensions, in addition to the redirection of international capital flows, reduce the possibilities of global risk diversification, which also affects developed countries. The fragmentation of FDI, especially those into strategically sensitive sectors, also affects the global restructuring of capital flows. The biggest costs of financial fragmentation will be borne by developing countries and some countries in transition.*

**KEYWORDS:** EXPORTS, CAPITAL, FRAGMENTATION, GEOPOLITICAL RISK.

**JEL CLASSIFICATION:** F31, F32, F34, F36.

## 1. UVOD

Globalna finansijska kriza (GFK) iz 2008. godine dovela je do usporavanja globalizacije, kao i svetske trgovine robom i uslugama. Usledilo je i opadanje međunarodnih tokova kapitala. Prekinut je uspon priliva stranih direktnih investicija (SDI), a velike oscilacije su ispoljili međunarodni tokovi portfolio kapitala. Prekogranične bankarske pozajmice su takođe smanjene. Rast carina u trgovini između SAD i Kine nagovestio je oživljavanje protekcionizma u svetskoj trgovini. Paralelno je rastao broj neparinjskih mera, što je usporavalo snažnije oživljavanje međunarodne trgovine. Nedovoljan oporavak svetske privrede je prekinut izbijanjem pandemije Kovid-19, što je donelo i promene u međunarodnim tokovima kapitala. Nepovoljne tendencije su došle do izražaja izbijanjem rata u Ukrajini. Brojne finansijske sankcije prema Rusiji, kao i različiti vidovi finansijskih ograničenja prema drugim zemljama nagovestili su promenu međunarodnog finansijskog pejzaža. Rastuće geopolitičke tenzije su podstakle preusmeravanje tokova kapitala u pravcu zemalja sa manjim geopolitičkom rastojanjem. Ove promene u međunarodnim tokovima kapitala nadovezale su se na proces prebacivanja SDI iz Kine u razvijene zemlje porekla ili u njima geografski bliža područja. Ova prestrojavanja na međunarodnom tržištu kapitala dešavaju se u vreme poremećenih makroekonomskih kretanja u svetu. Rast kamatnih stopa i napuštanje ekspanzivne monetarne politike usled razmaha inflacije, doprinelo je porastu troškova zaduživanja na međunarodnom tržištu kapitala. Takođe rastu rizici portfolio investiranja, a pojačava se fragmentacija SDI, posebno u strateški osetljivim sektorima. Geopolitički uticaji na međunarodne tokove kapitala podstiču fragmentaciju međunarodnog tržišta kapitala i povećavaju troškove finansiranja. Namera ovog rada je da ukaže na posledice koje nosi usporavanje globalizacija i geopolitičko grupisanje zemalja na međunarodne tokove kapitala. Empirijska analiza u radu se oslanja na novije radove Međunarodnog monetarnog fonda.

## 2. MEĐUNARODNA TRGOVINA I GLOBALIZACIJA SVETSKE PRIVREDE

Liberalizacija svetske trgovine robom i uslugama tokom 1980-ih godina uticala je na rast otvorenosti globalne trgovine (grafikon 1). Trend uspona liberalizacije zadržan je sve do izbijanja globalne finansijske krize (GFK) 2008. godine. Ova kriza je uzdrmala međunarodni finansijski sistem, sa efektima na usporavanje kako liberalizacije tako i globalizacije svetske privrede.

Nekoliko ekonomskih i političkih faktora objašnjava usporavanje globalne trgovine tokom poslednje decenije. Pre svega, prosečna ponderisana carinska stopa za sve proizvode je opala sa 8,6% u 1994. na 2,59% 2017. godine (Ponderisana prosečna primenjena carina je prosek efektivno primenjenih carinskih stopa ponderisanih udelom proizvoda u uvozu svake partnerske zemlje.)<sup>2</sup> Drugo, trend rasta ofšor poslovanja je usporen zbog stabilizacije industrijske proizvodnje u zemljama za visokim dohotkom, kao i zbog smanjenog uvoza poluproizvoda u ZUR, koje sve više koriste domaće inpute.<sup>3</sup> Treće, tehnološki napredak transporta i komunikacija pokazuje opadajuće marginalne koristi.<sup>4</sup> Četvrto, rastuća uloga uslužnog sektora Kine i drugih zemalja sa tržištem u nastajanju (eng. Emerging markets) u stvaranju BDP-a, i smanjena integracija u globalne lance stvaranja vrednosti doprinose usporavanju rasta svetske trgovine. Geopolitičke tenzije između Kine i SAD, uvođenje ograničenja na trgovinu tehnološki-intenzivnim proizvodima (poluprovodnici i dr.) takođe utiče na malaksavanje svetske trgovine.<sup>5</sup> Razmah ekonomskog nacionalizma na Zapadu podstiče povlačenje kapitala bliže zemljama porekla. U ovakvom ambijentu smanjuje se privlačnost Kine kao investicione destinacije. Rast kineske proizvodnje intermedijarnih proizvoda doveo do zamene uvoznih inputa u proizvodnji namenjenoj izvozu, što je usporilo širenje globalnih lanaca isporuke.<sup>6</sup> Ove tenzije su porasle usled rata u Ukrajini, tako da se geostrateški obrasci sve više nameću kao model za odvijanje međunarodne trgovine. Premeštanje

<sup>2</sup> Podaci Svetske banke preuzeti sa <https://data.worldbank.org/indicator/TM.TAX.MRCH.WM.AR.ZS> 18/04/2023.

<sup>3</sup> Baldwin (2022).

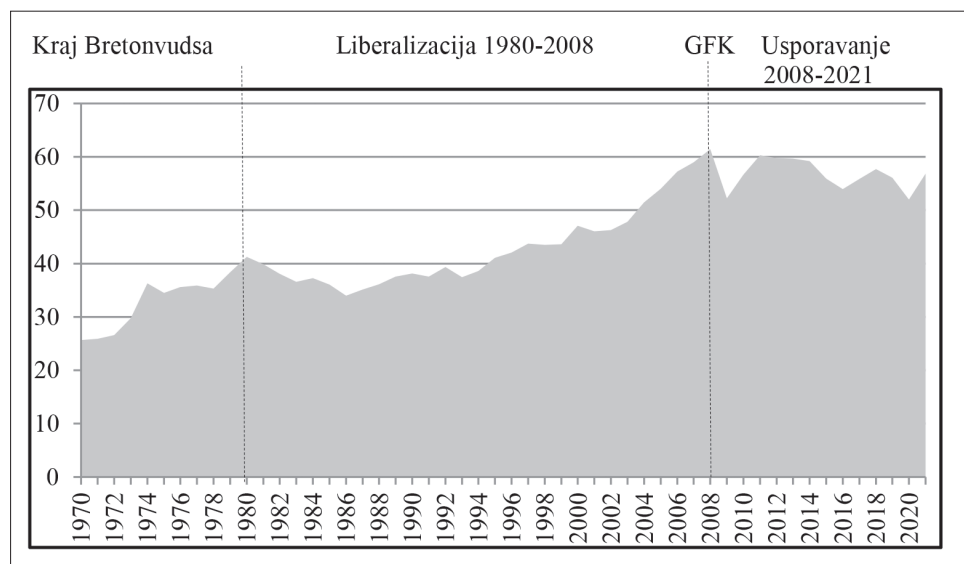
<sup>4</sup> Antras (2021).

<sup>5</sup> Fajgelbaum and Khandelwal (2021), p. 18.

<sup>6</sup> Constantinescu, et al. (2020), p. 135.

proizvodnih pogona podrazumeva velike troškove.<sup>7</sup> U ovakvom okruženju slabi moć multilateralnih institucija (pre svega Svetske trgovinske organizacije – STO) da olakšava globalne tokove trgovine.<sup>8</sup>

Grafikon 1. *Globalna otvorenost za trgovinu*  
(Zbir izvoza i uvoza robe i usluga kao procenat BDP-a)



Izvor: Autor na osnovu podataka Svetske banke, <https://data.worldbank.org/indicator/NE.IMP.GNFS.ZS?view=chart> Pristupljeno 17/04/2023. Periodizacija i imenovanje pojedinih faza je prema Aiyar et al. (2023), <https://eacny.com/news/chapternews/imf-charting-globalizations-turn-to-slowbalization-after-global-financial-crisis/> Pristupljeno 17/04/2023.

Mada su carinske stope danas na niskom nivou, necarinske mere se ubrzano umnožavaju, naročito u postkovid razdoblju. U vreme posle izbijanja rata u Ukrajini sve su više u primeni mere iz necarinskog arsenala. Učestala je upotreba subvencija (SAD i Evropa) u cilju stimulisanja domaće proizvodnje, pre svega u domenu strateških sektora, uz korišćenje domaćih inputa. Slično je i na području “zelenih tehnologija”. Američki Zakon o smanjenju inflacije (U.S. Inflation Reduction Act) sadrži odredbe koje imaju za

<sup>7</sup> IMF (2022), p. 93.

<sup>8</sup> Dadush (2022), p. 7.; Bolhuis et al. (2023).

cilj pružanje podsticaja domaćim proizvođačima, u nekim slučajevima na štetu stranih proizvođača. Druge nedavne mere uključuju evropski (Chips Act), koji predviđa pružanje podrške poluprovodničkim tehnologijama i aplikacijama u EU. Spomenute aktivnosti doprinose usporavanju daljeg rasta otvorenosti svetske privrede, iz čega se mogu nazreti tendencije koje vode deglobalizaciji svetske privrede. Deglobalizacija ujedno znači afirmaciju koncepta regionalizacije globalne trgovine, a u određenoj meri i fragmentaciju međunarodnog tržišta kapitala. Ove tendencije doprinose porastu troškova finansiranja, što utiče na rast kamatnih stopa kod bankarskih pozajmica.

Geografska struktura trgovine je u promenama, jačaju regionalni tokovi, a proces fragmentacije svetske privrede može dovesti do značajnih gubitaka svetskog autputa.<sup>9</sup> Ograničenja u trgovini robom i uslugama unose neizvesnost u poslovne transakcije, sa efektima na platni bilans.

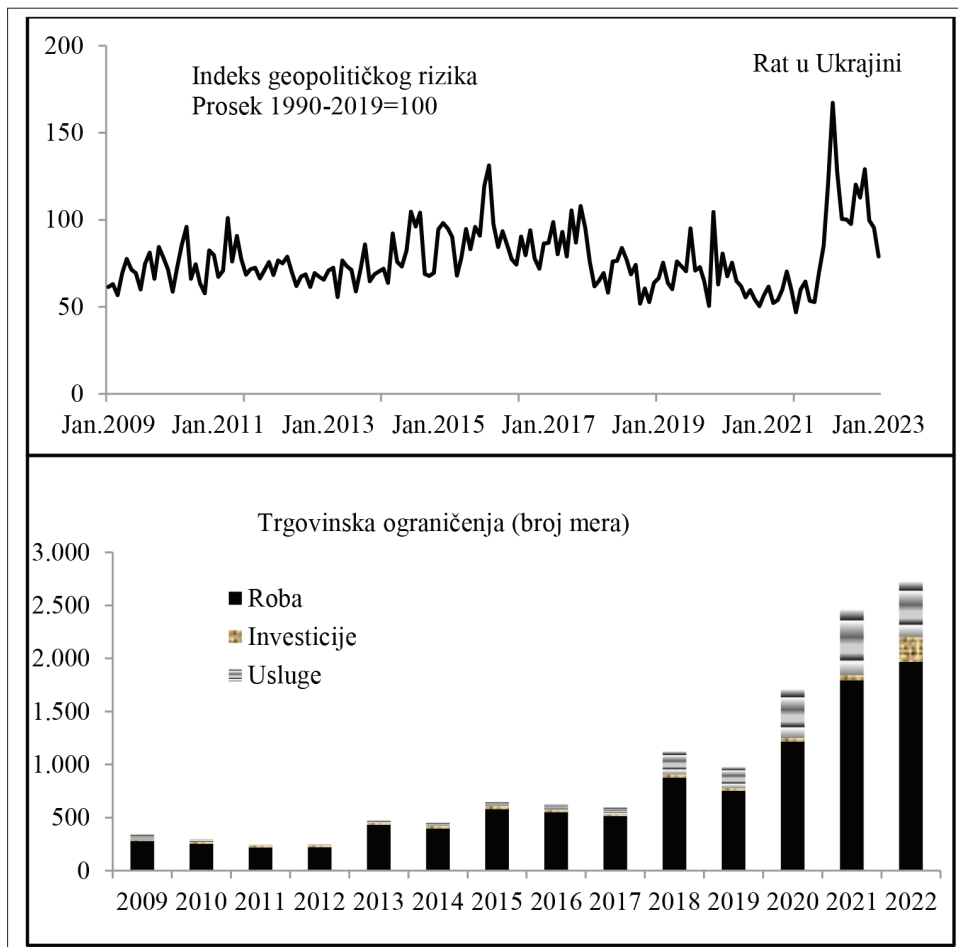
Tekuće geopolitičko okruženje obeshrabruje investiranje, što dovodi do smanjivanja globalne ekonomske aktivnosti. Ovaj trend je praćen rastom nepoverenja potrošača, koji smanjuju potrošnju, pre svega trajnih dobara. Trend usporavanja međunarodne ekonomske integracije zapaža se posle globalne finansijske krize 2008-2009. godine. Trgovinske tenzije između SAD i Kine dodatno su uticale na smanjivanje pokazatelja otvorenosti međunarodne razmene. Izbijanje sukoba u Ukrajini doprinelo je porastu indeksa geopolitičkog rizika, uz aktiviranje prakse ograničavanja trgovine (grafikon 2). Na udaru ovih ograničenja nalazi se trgovina poluprovodnicima, mikročipovima, savremena tehnologija i dr. Sem robne trgovine, raste broj ograničenja na području trgovine uslugama i investicijama. Rat u Ukrajini je pojačao geopolitičke tenzije, koje podstiču svrstavanje zemalja u geopolitičke blokove. Globalni lanci isporuka su u procesu preoblikovanja u smislu povraćaja investicija u zemlje porekla (eng. reshoring), u regione geografski u blizini zemlje porekla (eng. near-shoring), ili geostrateški prijateljske zemlje (eng. friend-shoring).

Geopolitičke tenzije mogu ugroziti finansijsku stabilnost posredstvom finansijskog i realnog kanala. Pojava ograničavanja tokova kapitala i međunarodnih plaćanja, finansijske sankcije, zamrzavanje imovine u inostranstvu, i druge vrste kontrole kapitala unose neizvesnosti u funkcionisanje

---

<sup>9</sup> IMF (2023); Hites et al. (2022); Bolhuis et al. (2023).

Grafikon 2. Geopolitički rizici i trgovinska ograničenja



Primarni izvor: Caldara and Lacoviello (2022); and Global Trade Alert.

Sekundarni izvor: International Monetary Fund, *World Economic Outlook: A Rocky Recovery* (April 2023), Figure 1.21, p. 17.

međunarodnog tržišta kapitala. Rastući rizici bi mogli da se pretvore u fragmentaciju finansijskih tokova u svetu, uz rast neizvesnosti, averzije investitora za prekogranično investiranje i skokove kamatnih stopa. Makrofinansijska stabilnost u zemljama sa smanjenim prilivom stranog kapitala mogla bi se pogoršati, a u visokozaduženim zemljama bi se pojačali rizici otplate dospelih rata spoljnog duga. Ograničavanje međunarodne

trgovine, kao rezultat rastućih geopolitičkih tenzija, moglo bi dodatno da pogorša likvidnost i profitabilnost u mnogim zemljama, narušavajući globalnu makrofinansijsku stabilnost.<sup>10</sup> Geoeekonomska fragmenatcija može dovesti do valutne prekompozicije deviznih rezervi, zbog rizika njihovog zamrzavanja, sa destabilizujućim posledicama na međunarodna finansijska tržišta.<sup>11</sup> Porast volatilnosti kapitala usled globalne finansijske fragmentacije takođe bi umanjio mogućnosti prekograničene diverzifikacije rizika. Sa ovim problemom se suočavaju kako razvijene zemlje tako i zemlje u razvoju i zemlje u tranziciji. Time se otežava prevazilaženje neusklađenosti poslovnih ciklusa između zemalja na strukturiranje portfolija.<sup>12</sup>

### 3. GLOBALNA FINANSIJSKA INTEGRACIJA I DEZINTEGRACIJA

Tokovi i dinamika finansijske integracije razlikuju se po pojedinim periodima. Ukupna spoljna finansijska imovina i obaveze su rasli tokom 1990-ih i 2000-ih do izbijanja GFK 2008. godine (grafikon 3). Prekogranični tokovi kapitala su bili u porastu kako u razvijenim zemljama, tako i u ZUR i zemljama sa tržištem u nastajanju. Rastuća dinamika međunarodnog kretanja kapitala sledila je liberalizaciju računa kapitala i porast svetske trgovine robom i uslugama. Kriza iz 2008. godine je snažno pogodila imovinu banaka, tako da su globalno značajne banke pristupile razduživanju (eng. deleveraging), uz povlačenje sa inostranih tržišta.<sup>13</sup> Uvođenje ograničenja na kretanje kapitala po izbijanju globalne finansijske krize 2008. godine takođe je uticalo na smanjivanje dinamike međunarodnog kretanja kapitala.<sup>14</sup>

---

<sup>10</sup> Za detaljniji uvid o prožimanju i uzajamnom pothranjivanju finansijskog i realnog kanala i njihovom uticaju na makrofinansijsku stabilnost videti IMF (2023).

<sup>11</sup> Aiyar et al. (2023), p. 11.

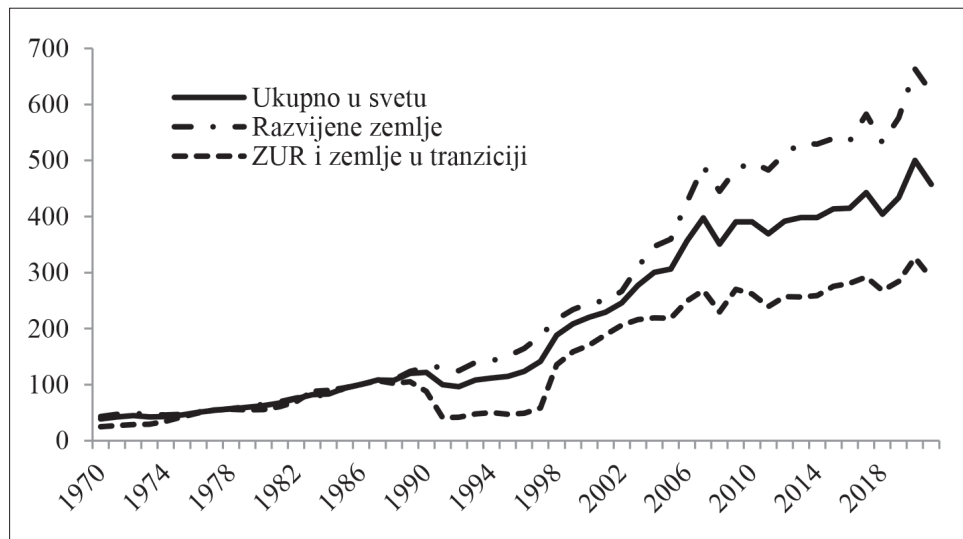
<sup>12</sup> Videti detaljnije kod Jeanne and Sandri (2023).

<sup>13</sup> Lane and Milesi-Ferretti (2018), p. 205.

<sup>14</sup> IMF (2023), p. 87.



Grafikon 3. Globalna spoljna finansijska imovina i obaveze, 1990–2021. (U % BDP-a)



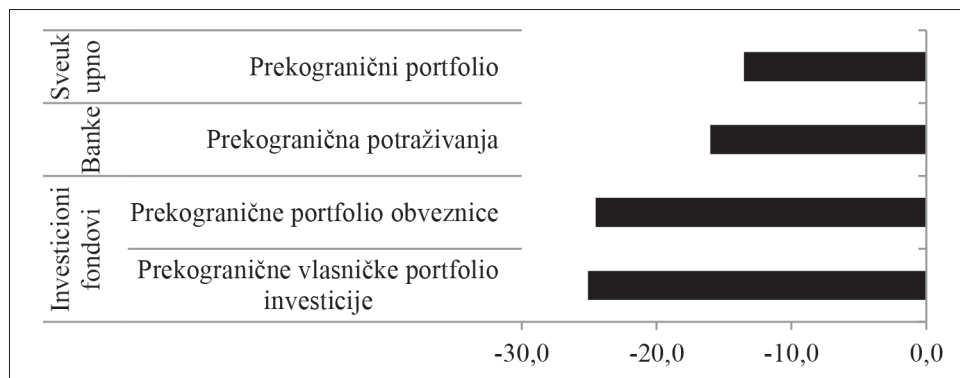
Napomena: Grafikon pokazuje zbir ukupne eksterne imovine i obaveza za sve zemlje (globalno), razvijene zemlje i ZUR i tržišta u nastajanju, kao procenat zbira njihovih odgovarajućih BDP-a.

Izvor: International Monetary Fund, Global financial stability report: Safeguarding Financial Stability amid High Inflation and Geopolitical Risks (April 2023), Figure 3.4, p. 88.

Rastuće geopolitičke tenzije utiču na intenzitet finansijskih veza između zemalja. Uvođenje sankcija i drugih ograničenja dovodi do preusmeravanja tokova kapitala u zemlje slične ili iste političke orijentacije. Manji stepen slaganja po pitanjima spoljne politike između zemalja porekla i zemalja primaoca kapitala smanjuje alociranje kapitala u zemlje korisnice.<sup>15</sup> Prema istraživanju IMF (2023), geopolitičke tenzije značajno doprinose smanjivanju prekograničnih bankarskih potraživanja i međunarodne portfolio alokacije (videti grafikon 4).

<sup>15</sup> Empirijska analiza zasnovana na primeni gravitacionog modela bilateralnih prekograničnih finansijskih međuodnosa (Portes and Rey, 2005) potvrđuje, prema oceni IMF (2023), p. 89., navedene odnose.

Grafikon 4. Promene u prekograničnoj alokaciji kapitala (U %)



Napomena: Grafikon prikazuje procenjenu prosečnu procentualnu promenu udela zemlje primaoca u prekograničnim portfolio investicijama ili bankarskim potraživanjima zemlje investitora, kao odgovor na povećanje bilateralne geopolitičke distance za jednu standardnu devijaciju u toku jedne godine. Rezultati za „Banke“ isključuju međunarodne finansijske centre identifikovane kao kod Damgaard and Elkjaer (2017). Distanca između zemalja meri se na osnovu glasanja u Generalnoj skupštini UN.

Izvor: International Monetary Fund, *Global financial stability report: Safeguarding Financial Stability amid High Inflation and Geopolitical Risks* (April 2023), Figure 3.7, p. 91.

U navedenom istraživanju (IMF, 2023), ocenjeno je da pad prekograničnog potraživanja banaka iznosi oko 15% u slučaju porasta geopolitičke udaljenosti između zemlje izvora i zemlje primaoca u iznosu od jedne standardne devijacije. Na sličnu promenu geopolitičke distance veći stepen osetljivosti su ispoljili investicioni fondovi, jer su njihove prekogranične investicije bile u padu za više od 20%. Nalazi IMF (2023) su takođe potvrdili da su finansijski razvijenije zemlje primaoci kapitala i zemlje sa većim deviznim rezervama, manje osetljive na promene geopolitičkih tenzija.

Iznenadni preokreti u tokovima kapitala (uskraćivanje međunarodnih kreditnih linija, na primer) mogu dovesti do likvidnosnih stresova u finansijskom sektoru, posredstvom rasta troškova finansiranja. To bi moglo da izazove smanjivanje vrednosti imovine finansijskih institucija, ugrožavajući njihovu profitabilnost. Nesumnjivo da bi to narušilo makrofinansijsku stabilnost.<sup>16</sup> Takođe, stabilnost bankarskog sektora opada sa porastom rizika iznenadnih preokreta u tokovima kapitala.<sup>17</sup>

<sup>16</sup> IMF (2023), p. 85.

<sup>17</sup> Phan et al. (2022), navedeno prema IMF (2023), p. 94.

Geopolitičke tenzije utiču i na međunarodna plaćanja. Rat u Ukrajini i isključivanje Rusije iz sistema plaćanja SVIFT-a su upozorili na rizike po zemlje na koje se primenjuju ova ograničenja. Na ovaj način finansijska ograničenja direktno utiču na blagovremeno izvršavanje finansijskih transfera po raznim osnovama. Time se ograničava prekogranično kretanje kapitala, i povećavaju rizici urednog odvijanja međunarodnih plaćanja. Uz to rastu i troškovi transfera, što povećava troškove poslovanja kompanija.

#### 4. EFEKTI GEOPOLITIČKIH TENZIJA NA KRETANJE SDI

Tokovi SDI takođe oštro reaguju na geopolitičke tenzije (grafikon 5). Pad bruto iznosa SDI, koji se registruje posle GFK, nejednako je raspoređen između regiona. SDI igraju značajnu ulogu ne samo kao vid međunarodnog kretanja kapitala, već i kao model za transfer tehnologije, upravljanja i drugih znanja na domaća preduzeća. Međutim, i SDI su osetljive na poremećaje u finansijskom okruženju. Stoga ne iznenađuje njihovo usporavanje kao odgovor na izbijanje GFK 2008. godine. Kriza je dovela do malaksavanja svetske trgovine robom i uslugama i smanjivanja međugranične pokretljivosti SDI (grafikon 5). Oživljavanje protekcionizma u međunarodnoj trgovini i različiti vidovi geopolitičkih svrstavanja utiču na preoblikovanje tokova SDI i njihovo skretanje prema geopolitičkim regionima (za novije trendove SDI videti UNCTAD (2022)). Prekompozicija globalnih tokova SDI naročito pogađa zemlje u razvoju i zemlje sa tržištem u nastajanju.

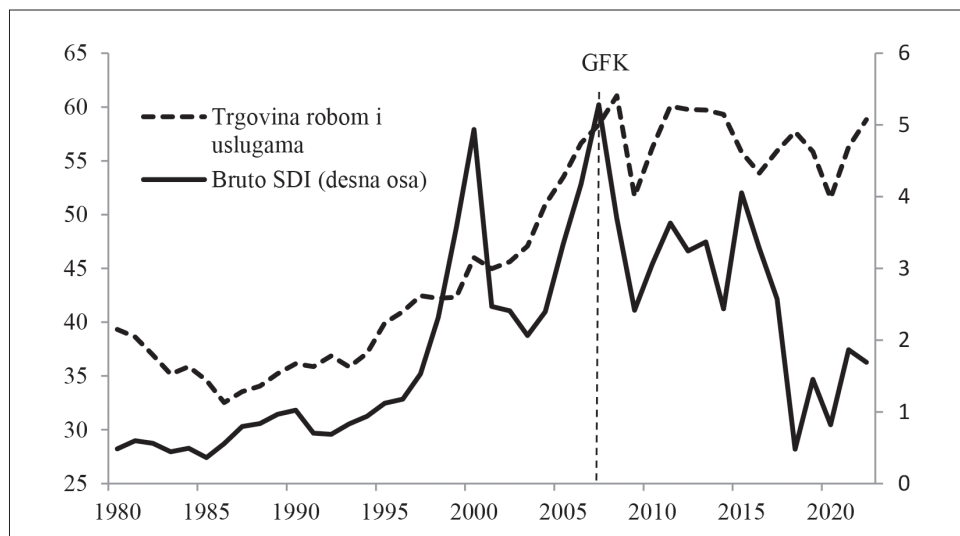
Mada je usporavanje međunarodnih tokova SDI rezultat delovanja brojnih faktora<sup>18</sup>, fragmentacija tokova kapitala u svetu ispoljava sve veći uticaj na prekogranično alociranje SDI. Fragmentacija SDI se posebno registruje u tzv. strateškim sektorima, kao što je npr. ulaganje u industriju poluprovodnika. Geopolitičke tenzije između SAD i Kine podstakle su koncentraciju SDI u blokovima zemalja unutar geostrateškog saveza (grafikon 6).<sup>19</sup>

---

<sup>18</sup> Alonso et al. (2022).

<sup>19</sup> IMF (2023), p. 95.

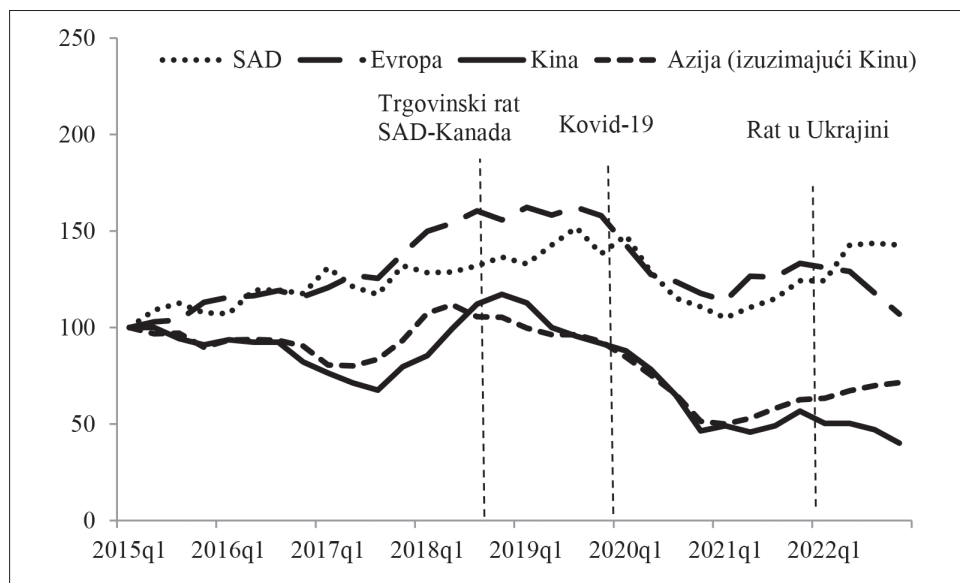
Grafikon 5. Usporavanje (Slowbalization) SDI (U procentima od BDP-a)



Izvor: IMF, *World Economic Outlook*, April 2023, str. 92, slika 4.1.

Geoekonomska preostojavanja u svetu nose rizik smanjivanja profitnih stopa u razvijenim zemljama. Uz usporavanje rasta svetske trgovine, preusmeravanje međunarodnog kretanja kapitala i fragmentaciju sistema međunarodnih plaćanja, iz prikrajka vreba globalna recesija. U razvijenim zemljama još uvek su visoki inflatorni pritisci, zbog čega centralne banke povećavaju referentne kamatne stope. Bankarski sektor razvijenih zemalja ulazi u zonu širenja problematičnih plasmana, sa izgledima za izbijanje nove krize. Više kamatne stope sprečavaju jači rast investicija, zbog čega tinja mogući rast nezaposlenosti. Recesija u okruženju rastućih ograničenja u međunarodnoj trgovini bi mogla da odloži jači globalni oporavak, i produži neizvesnosti u pogledu regionalne strukture i dinamike međunarodnog kretanja kapitala. To već generiše teškoće servisiranja spoljnog duga brojnih zemalja u razvoju, a slične teškoće imaju i neke zemlje u tranziciji.

Grafikon 6. *Fragmentacija direktnih stranih investicija (strateški sektori)*  
*(Broj investicija, pokretni prosek za četiri kvartala, 2015:Q1 = 100)*



Izvor: International Monetary Fund, *World Economic Outlook: A Rocky Recovery* (April 2023), Figure 4.4, p. 95.

SAD i Evropska unija su istakle kao cilj da pojačaju domaću industriju poluprovodnika u nacionalnim granicama, smanjujući zavisnost isporuka u ovom osjetljivom sektoru od zemalja koje se ne svrstavaju u geopolitički blok Zapada (prijateljske zemlje). Zbog toga izostaje oživljavanje priliva SDI u ove sektore Kine.<sup>20</sup> Na drugoj strani, strateške investicije u SAD i Evropi rastu od prvog kvartala 2022. godine (videti grafikon 6). Ovaj raskorak se kontinuirano uvećavao tokom 2022. godine. Zbog toga Azija gubi tržišni udeo u poređenju sa ostalim regionima. Ipak, ostatak Azije bez Kine, karakteriše oživljavanje SDI tokom 2021. i 2022. godine. Međutim, u poređenju sa SAD i Evropom, azijske zemlje sada značajno zaostaju u prilivu novih investicija u strateške sektore. To je još jedan od dokaza da geopolitička svrstavanja dovode do preokreta u tokovima kapitala u pravcu "prijateljskih" destinacija. Restrikcije u realnom sektoru utiču na kontrakciju finansijskog priliva u geopolitički udaljene zemlje. Time se realni i finansijski kanali međusobno podstiču.

<sup>20</sup> IMF (2023a), p. 95.

## 5. POSLEDICE GEOPOLITIČKIH TENZIJA NA SPOLJNU ZADUŽENOST

Usporavanje svetske trgovine posebno pogađa ZUR i zemlje u tranziciji. Na udaru su manje zemlje izvoznice sirovina. Ove zemlje se suočavaju sa rizicima naglog pada izvoznih prihoda, kako usled kolebanja cena tako i zbog oživljavanja protekcionizma u svetu. Ako se tome dodaju geopolitički faktori, proizlazi da spomenute zemlje ispoljavaju visoku osetljivost na tekuća kretanja u međunarodnom okruženju.

Rast referentnih kamatnih stopa centralnih banaka utiče na opšti rast kamatnih stopa. Zajedno sa restriktivnom monetarnom politikom, rast kamatnih stopa potkopava mogućnosti urednog servisiranja spoljnog duga većine ZUR i mnogih zemalja u tranziciji. Premije rizika, pre svega kod ZUR, rastu sa porastom globalne neizvesnosti.<sup>21</sup> Značajan deo spoljnih dugova ZUR dospeva za naplatu, što može dovesti do njihove nesolventnosti u vreme kad se pogoršava njihov pristup međunarodnom tržištu kapitala.<sup>22</sup>

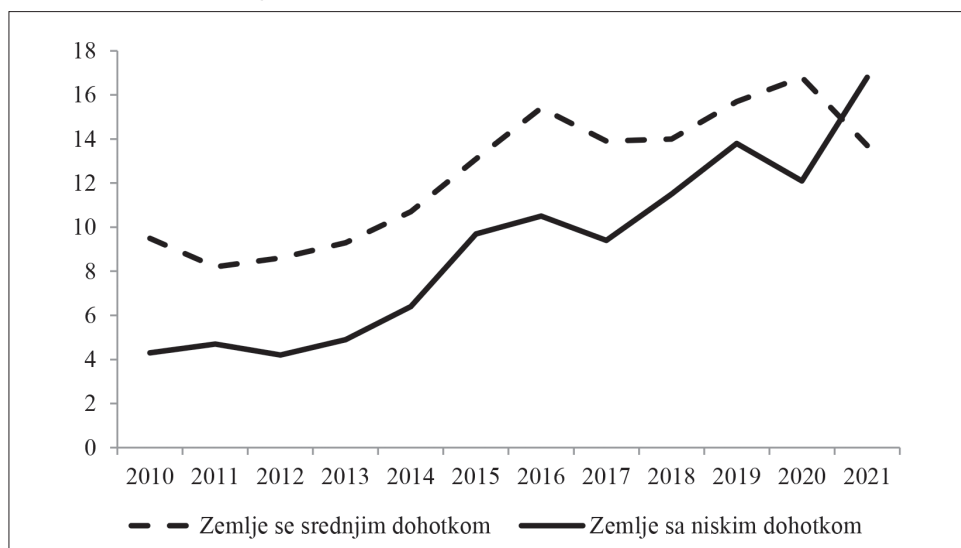
Obe grupe zemalja predstavljene u grafikonu 7. suočavaju se sa rastućim udelom servisiranja spoljnog duga (glavnica i kamata) u izvoznim приходima. Rast cena sirovina (pre svega hrane i energije) podstakao je širenje deficita tekućeg računa ovih zemalja, a rast kamatnih stopa dodatno je uvećao teret servisiranja spoljnog duga. Problemi ovih zemalja se povećavaju jer deficit u tekućem računu zahteva dodatno zaduživanje u inostranstvu. Brojne siromašne zemlje su tako dospele u poziciju da uvećavaju spoljni dug radi servisiranja postojećeg spoljnog zaduženja. Pri tome se novo zaduživanje realizuje po rastućim kamatnim stopama. Pošto se uglavnom radi o dodatnom kratkoročnom zauživanju, struktura spoljnog duga postaje sve nepovoljnija, a dužničko breme sve nepodnošljivije. Moguća apresijacija američkog dolara dodatno može uvećati teret servisiranja. Sličan obrazac uvećanja dužničkog tereta primećuje se i kod zemalja sa srednjim dohotkom. Doduše, ova grupa zemalja je u 2021. godini ostvarila neznatno olakšanje tereta servisiranja, ali rast kamatnih stopa u 2022. i 2023. skoro izvesno i ove zemlje dovodi u teži položaj. Mada je kod nekih zemalja smanjen udeo globalnog duga u njihovom BDP-u, rast troškova servisiranja

<sup>21</sup> Altig et al. (2020).

<sup>22</sup> UN (2023), p. 81.

spoljnog duga može da ugrozi njihovu eksternu likvidnost. Osim toga, rast tereta servisiranja smanjuje mogućnosti ovih zemalja za novo investiranje, sa mogućim ozbiljnim posledicama na njihovu izvoznu konkurentnost. Struktura novog zaduženja se pomera u korist kratkoročnih finansijskih kredita, koji sem kraćeg roka povraćaja, nose i veće kamatne stope. Sve navedeno u simultanom dejstvu pogoršava finansijske tokove pogođenih zemalja. Rizici dodatnog zaduživanja postaju sve uočljiviji, pri čemu raste udeo finansijskih kredita koji se koriste za otplatu dospelih obaveza.

Grafikon 7. *Ukupno servisiranje spoljnog duga kao procenat izvoza robe, usluga i primarnog dohotka*



Napomena: 1) Ukupno servisiranje uključuje otplatu glavnice i kamate za kratkoročni i dugoročni dug, kao i otplate MMF-u. U zemlje sa niskim dohotkom spadaju one zemlje koje su u 2021. imale pe capita nacionalni dohodak (GNI) 1085\$ ili manje, a u grupaciji zemalja sa srednjim dohotkom nalaze se zemlje čiji je per capita nacionalni dohodak 2021. bio između 1.085\$ i 13.205\$.

Izvor: Autor na osnovu podataka Svetske banke, koji su preuzeti sa <https://data.worldbank.org/indicator/DT.TDS.DECT.EX.ZS?view=chart> Pristupljeno 18/04/2023.

U ovakvom međunarodnom okruženju, preusmeravanje tokova kapitala po principima geopolitičkog svrstavanja može generisati pojavu nesolventnosti brojnih zemalja, sa mogućnošću izbijanja krize otplate spoljnog duga. Takav scenario je već viđen u drugoj polovinu 1980-ih godina,

a posledice za mnoge zemlje mogu biti dramatične. Neke zemlje će biti prinuđene da restrukturiraju spoljni dug da bi izbegle dužničku krizu. Zbog toga se nameće zaključak da geopolitičke tenzije prate veliki poremećaji svetske privrede, sa vidnim posledicama na međunarodne tokove kapitala.

## 6. ZAKLJUČAK

Nalazi u radu pokazuju da je usporavanje rasta svetske trgovine robom i uslugama praćeno poremećajima u međunarodnim tokovima kapitala. GFK iz 2008. godine prouzrokovala je usporavanje procesa globalizacije svetske privrede. Na krizu su reagovali tokovi kapitala, pre svega iz bankarskih izvora, zbog prirode finansijske krize. Mada je globalna otvorenost za trgovinu stagnirala u razdoblju posle izbijanja svetske finansijske krize, tokovi kapitala su pokazivali oscilirajuće kretanje. Razmah protekcionizma u svetskoj trgovini, pre svega između SAD i Kine, podstakao je tendenciju rasta ograničavajućih mera u globalnoj trgovini. Otpočeo je i proces preusmeravanja a delom i povratka SDI iz Kine u zemlje matice ili u njihovo bliže geografsko okruženje. Pojava pandemije KOVID-19 i izbijanje rata u Ukrajini doveli su do uvođenja brojnih finansijskih sankcija Rusiji. Rastuće geopolitičke tenzije u svetu podstakle su globalnu finansijsku fragmentaciju. Regstruje se opadanje priliva kapitala u zemlje koje su međusobno udaljenije posmatrano sa geopolitičkog aspekta. Najveću osetljivost ispoljavaju prekogranični tokovi portfolio investicija, mada i ostali vidovi međunarodnog kretanja kapitala pokazuju skretanje ka geopolitički bliskim regionima. Ovaj proces se odvija u okruženju rastućih referentnih kamatnih stopa u svetu, što utiče na porast dužničkog tereta ZUR i zemalja u tranziciji. Rizici prekida urednog servisiranja spoljnih dugova visoko zaduženih zemalja se povećavaju, tako da se ove zemlje sve teže zadužuju na međunarodnom tržištu kapitala, i to uz rastuće kamatne stope. Ovo dalje podstiče fragmentaciju prekograničnih tokova kapitala. Geopolitička zaoštavanja u svetu prete ne samo da poremete međunarodne tokove kapitala, već i da otežaju i poskupe međunarodna plaćanja i prekogranične finansijske transakcije. Međunarodna finansijska fragmentacija potkopava temelje globalne ekonomske integracije. Asimetrična distribucija rizika između zemalja nagoveštava da će najveće troškove rastućih geopolitičkih tenzija snositi ZUR i zemlje sa tržištem u nastajanju.



## REFERENCE

- Aiyar, Sh., et al. (2023), “Goeconomic Fragmentation and the Future of Multilateralism”, IMF Staff Discussion Note 2023/001, International Monetary Fund, Washington, DC. <https://doi.org/10.5089/9798400229046.006>
- Alonso, C., et al. (2022), “Will the AI Revolution Cause a Great Divergence?”, *Journal of Monetary Economics*, Vol. 127, Pp. 18–37. <https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2022.01.004>.
- Altig, D., et al. (2020), “Economic uncertainty before and during the COVID-19 pandemic,” *Journal of Public Economics*, Vol. 191, 104274. <https://doi.org/10.1016/j.jpubeco.2020.104274>
- Antràs, P. (2021), “De-Globalisation? Global Value Chains in the Post-COVID-19 Age”, National Bureau of Economic Research Working Paper No. 28115, November.
- Baldwin, R. (2022), “The peak globalisation myth”, VoxEU, <https://cepr.org/voxeu/columns/peakglobalisation-myth-part-1>
- Bolhuis et al. (2023), “Fragmentation in Global Trade: Accounting for Commodities”, IMF Working Paper Working Paper 23/73, International Monetary Fund, Washington, DC.
- Caldara, D. and Iacoviello, M. (2022), “Measuring Geopolitical Risk”, *American Economic Review*, Vol. 112 (4), Pp. 1194–1225. <https://doi.org/10.1257/aer.20191823>.
- Constantinescu, C. et al. (2020), “The Global Trade Slowdown: Cyclical or Structural?”, *The World Bank Economic Review*, Vol. 34 (February), Issue 1, Pp. 121–142. <https://doi.org/10.1093/wber/lhx027>
- Dadush, U. (2022), “Deglobalisation and protectionism”, Working Paper 18/2022, Bruegel. <https://www.bruegel.org/sites/default/files/2022-11/WP%2018.pdf>
- Damgaard, J., and Elkjaer, T., (2017), “The Global FDI Network: Searching for Ultimate Investors”, IMF Working Paper 17/258, International Monetary Fund, Washington, DC.
- Fajgelbaum, P. and Khandelwal, A. (2021), “The Economic Impacts of the US-China Trade War”, NBER Working Paper No. 2931, National Bureau of Economic Research, <http://www.nber.org/papers/w29315>
- Hites, A., et al. (2022), “The World Uncertainty Index,” NBER Working Paper 29763, Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research.

- IMF (2022), *World Economic Outlook: War Sets Back the Global Recovery*. April, International Monetary Fund, Washington, DC.
- IMF (2023), *Global financial stability report: Safeguarding Financial Stability amid High Inflation and Geopolitical Risks* (April), International Monetary Fund, Washington, DC.
- IMF (2023a), *World Economic Outlook: A Rocky Recovery* (April), International Monetary Fund, Washington, DC.
- Jeanne, O., and Sandri, D. (2023), *Global financial cycle and liquidity management*, BIS Working Papers No 1069. <https://www.bis.org/publ/work1069.pdf>
- Lane, Ph., and Milesi-Ferretti, G-M. (2018), "The External Wealth of Nations Revisited: International Financial Integration in the Aftermath of the Global Financial Crisis", *IMF Economic Review* 66(1):189–222.
- Phan, D.H.B., et al. (2022), "Geopolitical Risk and Bank Stability", *Financial Research Letters* 46 (B): 102453. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2021.102453>
- Portes, R., and Rey, H. (2005), "The Determinants of Cross-Border Equity Flows", *Journal of International Economics*, Vol. 65(2), Pp. 269–296. doi:10.1016/j.jinteco.2004.05.002
- UN (2023), *Trade and Development Report. Development prospects in a fractured world : Global disorder and regional responses*, UN, Geneva.
- UNCTAD (2022). *World Investment Report*. UN, Geneva.