

POSLEDICE PANDEMIJE COVID-19 NA SVETSKU TRGOVINU I EKSTERNA POZICIJA SRBIJE

THE CONSEQUENCES OF THE COVID-19 PANDEMIC ON WORLD TRADE AND EXTERNAL POSITION OF SERBIA

Radovan Kovačević*

Apstakt: Svetska privreda je zapala u duboku recesiju zbog pandemije COVID-19. Mada je i pre izbijanja pandemije registrovana tendencija pada privredne aktivnosti u svetu, pandemija je pojačala ovaj trend. Paralelno sa opadanjem svetske tražnje i pojavom ograničenja za kretanje ljudi i robe, usledilo je i malaksanje svetske trgovine. Tekuće projekcije ukazuju da se u 2020. godini očekuje pad volumena svetskog uvoza robe i usluga za oko 12%. Ove tendencije utiču na pad robnog izvoza Srbije u 2020. godini. Značajno učešće u robnom izvozu Srbije pripada stranim investitorima, što je u uslovima pandemije sprečilo veći pad izvoza. Porast deficita tekućeg računa Srbije od 2017. godine pokrenuo je pitanje izvora njegovog finansiranja. U poslednjih nekoliko godina deficit tekućeg računa u potpunosti se pokriva neto prilivom stranih direktnih investicija (SDI). Međutim, nagomilavanjem fonda stranih investicija u domaćoj privredi povećava se godišnji iznos dividendi, koji strani investitori mogu izneti iz zemlje. Zbog toga se može očekivati da ovaj odliv izazove povećanje negativnog salda računa primarnog dohotka, što bi predstavljalo dodatni pritisak na domaći platni bilans. Povećanje robnog izvoza i usmeravanje novih stranih investicija u izvozne sektore pozitivno bi uticalo kako na trgovinski tako i na bilans tekućih transakcija. Time bi se smanjio pritisak na dodatno zaduživanje u inostranstvu. Dosadašnji neto priliv SDI je doprineo da eksterni šok COVID-19 nije poremetio eksternu poziciju Srbije. Premija rizika naše zemlje nije povećana, a međunarodne agencije za ocenu kreditnog rejtinga povoljno ocenjuju kreditni rejting Srbije i perspektive za naredne godine.

Ključne reči: IZVOZ, UVOZ, TEKUĆI RAČUN, FINANSIJSKI RAČUN, SDI, COVID-19, SPOLJNI DUG.

Abstract: The world economy has fallen into a deep recession due to the COVID-19 pandemic. Although the decreasing trend in the world economy had been observed even before the outbreak of the pandemic, the pandemic intensified this trend. In parallel with the decline in world demand and the emergence of restrictions on the international movement of people and goods, the weakness in trade has been exceptional. The current trade forecast indicates that the volume of world imports of goods and services is expected to fall by about 12% in 2020. These tendencies affect the decline in Serbia's merchandise exports in 2020. A significant share in Serbia's merchandise exports belongs to foreign investors, which prevented a greater drop in exports in the pandemic environment. The increase in the current account deficit of Serbia since 2017 has raised the question of the source of its financing. In the last few years, the current account deficit has been fully covered by the net inflow of foreign direct investment (FDI). However, the accumulated fund of foreign investments in the domestic economy increases the annual amount of dividends, which foreign investors can take out of the country. Therefore, this outflow can be expected to cause an increase in the negative balance of the primary income account, which could represent additional pressure on the domestic balance of payments. The growth of merchandise exports and the allocation of new

* Ekonomski fakultet Univerziteta u Beogradu. Sredstva za realizaciju istraživanja obezbeđena su od strane Ministarstva prosvete, nauke i tehnološkog razvoja. email: radovan.kovacevic@ekof.bg.ac.rs

foreign investments in export-oriented manufacturing sectors would have a positive impact on both trade and the current account balance. This would reduce the pressure on additional foreign borrowing. The net inflow of FDI so far has contributed to the fact that the external shock of COVID-19 did not disturb the external position of Serbia. An increase in Serbia's

country risk premium has not been registered in 2020, and international credit rating agencies are favorably assessing Serbia's credit rating and the future prospects.

KEY WORDS: EXPORTS, IMPORTS, CURRENT ACCOUNT, FINANCIAL ACCOUNT, FDI, COVID-19, EXTERNAL DEBT

JEL KLASIFIKACIJA: *f17, F21, F32, F34*

1. UVOD

Ekonomске posledice pandemije COVID-19, merene padom globalnog bruto domaćeg proizvoda (BDP) (eng. gross domestic product – GDP) su po svojim razmerama uporedive sa posledicama globalne finansijske krize iz 2008-2009. godine. Tendencija usporavanja rasta svetske privrede zabeležena je i pre izbijanja pandemije, a pandemija je produbila pad svetskog BDP-a i međunarodne trgovine. Male otvorene privrede, u koje spada Srbije, suočene su sa izazovima protekcionizma u međunarodnoj trgovini i njegovim posledicama na njihov izvoz. Sem toga, nivo spoljne zaduženosti nosi dodatni manji ili veći rizik, zavisno od stepena zaduženosti zemlje. Reč je o riziku naglog bekstva stranog kapitala usled eksternih udara koji generišu krizu. Zemlje koje formiraju deficit u tekućem računu upućene su na zaduživanje u inostranstvu radi pokrića ovog deficita. Pomoću stranog kapitala formira se suficit u finansijskom računu. Deo tokova kapitala koji se registruje u finansijskom računu autonomnog je karaktera i zavisi od motivisanosti vlasnika kapitala da sredstva plasira u tu zemlju (strane direktne investicije – SDI, portfolio investicije). U tu kategoriju spada i zaduživanje privatnog poslovnog sektora u inostranstvu radi održavanja i proširenja postojećeg obima proizvodnje. Međutim, zaduživanje države u inostranstvu može imati kompenzatorni karakter u smislu pokrića deficita tekućeg računa. Ukoliko autonomni priliv kapitala nije dovoljan za pokriće ove neravnoteže, potrebno je dodatno zaduživanje, koje ima kompenzatorni karakter. Iz tog ugla posmatrano, postavlja se pitanje održivosti deficita tekućeg računa. Zbog toga se u ovom radu analizira povezanost deficita tekućeg računa Srbije i njene spoljne zaduženosti.

Naravno, kratkoročne promene salda tekućeg računa mogu se korigovati pomoću deviznih rezervi, dok na duži rok mora da postoje kontinuirani prilivi kapitala radi finansiranja ovog deficita. Zbog toga je za svaku zemlju važno da stalno prati i sagledava saldo ova dva ključna podbilansa platnog bilansa, i da osigurava njihovu ravnotežu. S obzirom da intervencije iz deviznih rezervi mogu biti kratkoročnog karaktera (sezonske intervencije, iznenadni šokovi), na dug rok performanse platnog bilansa su opredeljene kretanjem salda ova dva podbilansa. Njihovi odnosi i međusobna uslovljenost u kretanju utiču na ostale makroekonomske pokazatelje, pre svega na privredni rast. Za svaku zemlju koja ima dugoročni deficit tekućeg računa je značajno da oceni održivi nivo spoljnog duga u funkciji finansiranja ovog deficita. U ovom radu se ispituju međusobni odnosi između salda tekućeg i finansijskog računa Srbije.

U literaturi je zastupljeno gledište po kome deficit trgovinskog bilansa opredeljuje deficit tekućeg računa. Da bi se finansirao ovaj deficit, zemlja se zadužuje u inostranstvu.

Smatra se da ova sredstva predstavljaju transfer inostrane akumulacije u domaću zemlju. Očekuje se da se ta akumulacija pretvori u investicije, koje u budućnosti treba da omoguću povećanje izvoza. Mnoge zemlje prednost daju prilivu SDI u odnosu na klasično zaduživanje na međunarodnom tržištu kapitala. U početnim fazama, priliv SDI smanjuje pritisak na zaduživanje na međunarodnom finansijskom tržištu, i time ublažava pritisak na platni bilans. Vremenom se uvidelo da porast fonda SDI dovodi do povećanja negativnog salda u računu primarnog dohotka, zbog odliva dividendi iz zemlje. Sagledavanje doprinosa SDI pokriću deficita tekućeg računa Srbije, ali i ocena izazova povećanog odliva dividendi, predstavlja važnu komponentu eksterne pozicije Srbije, koja se obrađuje u ovom radu.

Fiskalna ekspanzija u mnogim zemljama, kao odgovor na pandemiju COVID-19, preko rasta budžetskog deficita vodi ka porastu spoljnog duga, posebno kod zemalja sa plitkim domaćim tržištem kapitala. Porast spoljnog duga može da pogorša karakteristike platnog bilansa i generiše dodatne probleme u budućnosti. Stoga je važno za Srbiju da porast budžetskog deficita bude pod kontrolom, kao i srazmerni rast njegove eksterne komponente.

Preostali deo rada strukturiran je na sledeći način. U drugom delu se ukazuje na posledice COVID-19 na svetsku trgovinu, kao i efekti na robni izvoz Srbije. U trećem delu su izložene tendencije relevantnih pokazatelja o spoljnoj ekonomskoj poziciji Srbije. U četvrtom delu se daju zaključci i preporuke.

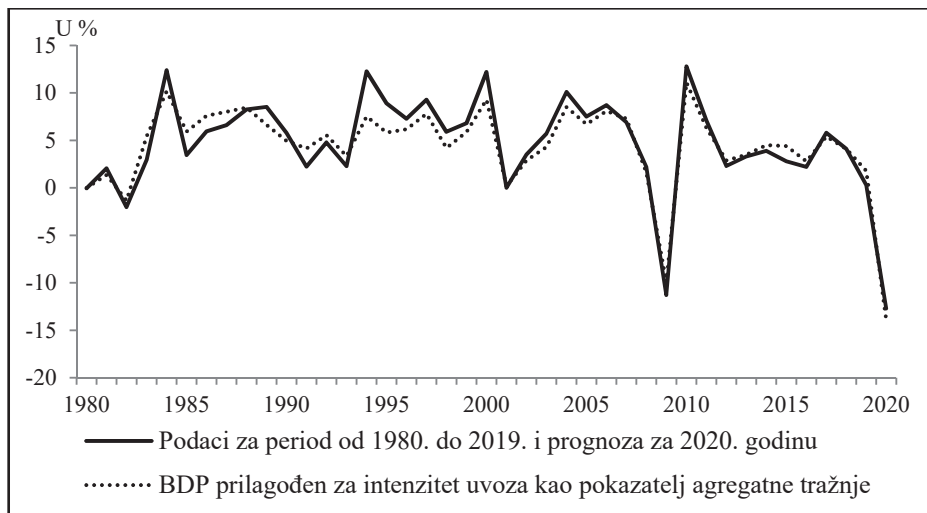
2. POSLEDICE COVID-19 NA SVETSKU TRGOVINU I ROBNI IZVOZ SRBIJE

Dinamika svetske trgovine je opadala i pre izbijanja pandemije COVID-19. Recesija u koju je zapala svetska privreda zbog ove pandemije dodatno je oborila dinamiku svetske trgovine. Da bi odgovorili na pitanje u kojoj meri će očekivano slabljenje privredne aktivnosti uticati na pad svetske trgovine, analitičari Međunarodnog monetarnog fonda (MMF) su u Fondovoj publikaciji „External Sector Report 2020” prognozirali rast svetske trgovine u 2020. tako što su procene razvoja svetske agregatne tražnje u 2020. doveli u vezu sa istorijskim odnosom između kretanja trgovine i agregatne tražnje do 2019. godine. U istraživanjima se obično koristi BDP kao zamena za agregatnu tražnju prilikom ispitivanja povezanosti proizvodnje sa trgovinom. Međutim, u spomenutoj studiji MMF-a, agregatna tražnja je iskazana preko BDP-a koji je korigovan za intenzitet uvoza, sledeći Bussière et al. (2013). Zapravo, ovaj pokazatelj je ponderisani prosek komponenti agregatne tražnje, pri čemu ponderi predstavljaju uvozni sadržaj svake komponente, koji se izračunava na osnovu nacionalnih input-output tabela. Pri ovom pristupu, pad BDP-a uzrokuje veći pad trgovine ako je nastao više zbog redukcije komponenti sa naglašenim uvoznim sadržajem, kao što su investicije, nego zbog smanjivanja komponenti sa manjim uvoznim sadržajem, kao što je privatna potrošnja (IMF, 2020, p. 31). Polazeći od navedene metodologije, u spomenutoj studiji MMF-a se očekuje pad svetske trgovine u 2020. za oko 12%, što se može uporediti sa njenim padom tokom globalne finansijske krize (grafikon 1). Osnovni uzrok redukcije svetske trgovine, po oceni MMF-a, je pad svetskog BDP-a. Pandemija COVID-19 je izazvala značajno smanjivanje privredne aktivnosti u svetu, uz prateći pad agregatne ponude i tražnje. Pad trgovine uslugama, saglasno nalazima MMF-a, može biti

čak i veći od pada robne trgovine, zbog ograničenja međunarodnih putovanja. Svakako treba imati u vidu da širenje trgovinskog protekcionizma dodatno utiče na pad trgovine.

Posle globalne finansijske krize iz 2008-09. godine usledio je pad elastičnosti svetske trgovine (posmatrano kao odnos između rasta trgovine i rasta BDP-a) ispod dugoročnog proseka od 1,4 u periodu pre krize (Bekkers et al., 2020). Globalna tražnja robe i usluga je smanjena zbog pada dohotka i neizvesne budućnosti. Oborena je i trendna stopa rasta svetske trgovine u odnosu na pretkrizni trend. Pri tome je globalna kriza iz 2008-2009. takođe izazvala pad svetske trgovine, koja se nije vratila na ranije stope rasta. Rasplamsavanje pandemije COVID-19 je povećalo troškove trgovine zbog pooštavanja kontrole prelaska granice. U industrijskim granama u kojima postoje složeni lanci vrednosti (eng. complex value chains) registrovani su prekidi proizvodnje zbog pomanjkanja delova i komponenti (Evenett, 2020).¹ Ukoliko se nastavi sa ovakvim kašnjenjima, prednosti međunarodnih lanaca stvaranja vrednosti bi mogle da se istope.² Ove tendencije sugerišu očekivanje dugotrajnog oporavka svetske trgovine.

Grafikon 1. Volumeni rasta svetske trgovine (roba i usluge)



Napomene: Podaci o rastu trgovine su volumeni uvoza za period 1980-2019. Za 2020. godinu data je prognoza MMF-a zasnovana na ranijoj povezanosti trgovine i privredne aktivnosti (komponente BDP-a) i prognozi agregatne tražnje u 2020. kao pokazatelju ekonomske aktivnosti.

Izvor: Autor na osnovu podataka IMF (2020), *External Sector Report 2020* (baza podataka za grafikon 1.6, panel 4, str. 11), <https://www.imf.org/en/Publications/ESR/Issues/2020/07/28/2020-external-sector-report> Pristupljeno 03.09.2020.

- 1 Mada je širenje ovih lanaca usporeno posle globalne finansijske krize iz 2008-2009. godine, poluprodukti su još uvek važna komponenta jer čine više od 40% svetske trgovine (European Central Bank, 2020, p. 33). Zbog toga su složene mreže isporuka važan činilac prenošenja šokova između zemalja.
- 2 Empirijska istraživanja pokazuju da je širenje ovih lanaca u prošlosti doprinelo porastu produktivnosti, kako u razvijenim zemljama tako i u zemljama sa tržištem u nastajanju. Porast uvoza poluproizvoda od 10% vodio je porastu produktivnosti rada za 2%, odnosno porastu per-capita dohotka za 11-14% (Constantinescu et al., 2019) (navedeno prema OECD, 2020, p. 38).

Vlade zemalja su na pojavu COVID-19 reagovalе snažnom monetarnom i fiskalnom intervencijom u privredi (Gopinath, 2020), sa ciljem da spreče porast nezaposlenosti, održe privrednu aktivnost i sačuvaju finansijska stabilnost.³ Monetarna politika razvijenih zemalja je zadržala akomodirajuć (ekspanzivni) kurs još od vremena globalne finansijske krize 2008-2009. godine, nastojeći da inflaciju podigne do ciljanog nivoa. Rezultat ove politike su niske kamatne stope na razvijenim tržištima, što je u značajnoj meri smanjilo troškove servisiranja javnog duga. Prema procenama OECD (2020, p. 50), velika je verovatnoća da će se akomodirajuća monetarna politika razvijenih zemalja nastaviti i u narednih nekoliko godina, kako bi se omogućio predah za oporavak proizvodnje, porast dohotka i zaposlenosti posle pandemije COVID-19. Vlade razvijenih zemalja nastoje da povećaju kapacitet agencija za kreditiranje izvoza, a uvode i nove olakšice za podršku izvoznika i uvoznika, posebno malih i srednjih preduzeća (OECD, 2020a). Velike kompanije dobijaju snažnu likvidnosnu podršku kroz programe centralnih banaka za otkup korporativnih obveznica. Time se relaksiraju kanali kreditiranja trgovine (Adelino et al., 2020). Ove mere su izuzetno značajne ako se ima u vidu da finansijski kanal deviznog kursa može da smanji obim finansiranja trgovine. Naime, apresijacija dolara povezana je sa stožijim uslovima kreditiranja u ovoj valuti (Boissay, Patel and Shin, 2020, p. 6). Finansiranje trgovine je posebno značajno u kontekstu globalnih lanaca isporuke (Bruno and Shin, 2019).

Zemlje sa tržištem u nastajanju (eng. emerging-market economies) sa kredibilnom makroekonomskom politikom i fleksibilnim deviznim kursom mogu takođe, prema analizi OECD (2020, p. 52), da primene akomodirajuću monetarnu politiku. Međutim, u istoj studiji se ocenjuje da zemlje sa nestabilnijim makroekonomskim okvirom nemaju takve mogućnosti, i zbog toga mogu posegnuti za dodatnim zaduživanjem na međunarodnom finansijskom tržištu. To ih, prema navodima ove studije, može dovesti do nemogućnosti urednog servisiranja duga, posebno u vreme kad nastupi rast kamatnih stopa. Učešće državnih dugova zemalja sa tržištem u nastajanju i zemalja u razvoju prema stranim investitorima poraslo je na 43% njihovog ukupnog javnog duga u 2018. godini, dok je udeo korporativnih dugova ovih zemalja u stranim valutama porastao od 19% BDP-a u 2010. na 26% BDP-a 2018. godine (Kose et al., 2020, p. 42). Na već nepovoljne tendencije spoljnog duga, nadovezao se efekat eksternog šoka. Naime, vidljivo je da je položaj zaduženih zemalja pogoršan usled COVID-19. Imajući u vidu moguće posledice, UNCTAD je publikovao izveštaj u kojem poziva na dogovor o globalnoj zaduženosti zemalja u razvoju. Predložen je paket za olakšavanje njihove dužničke pozicije težak između 2.600 i 3.400 milijardi dolara.⁴

Usled recesije u svetskoj privredi, robni izvoz Srbije (vrednost u evrima) u prvih 9. meseci 2020. godine je opao za 6,1% u odnosu na isti period prethodne godine, a robni uvoz po

3 OECD (2020, p. 27) projektuje rast finalne javne potrošnje u zemljama članicama OECD u 2020. u rasponu od 4 do 4, 25%, što predstavlja jak podsticaj ukupnoj tražnji, posebno ako se ima u vidu da je ovaj vid potrošnje u spomenutim zemljama rastao u proseku za oko 2% godišnje u periodu 2018-2019. godine. Ako se imaju u vidu razmere globalnih državnih intervencija u privredi zbog COVID-19, kao i preduzete intervencije zbog globalne finansijske krize 2008-2009. godine, stiće se utisak da su preporuke Vašingtonskog konsensusa potonule pod naletom krize. Pitanja koje se danas postavljaju su da li će tekuća kriza usporiti ili prekinuti dugoročni trend liberalizacije svetske privrede, i da li je globalizacija dostigla svoj maksimum? Ovo nisu samo praktična već i teorijska pitanja. Odgovori na njih će u značajnoj meri zavisiti od razmera posledica COVID-19, pre svega za razvijene zemlje, kao i od daljeg ponašanja pandemije COVID-19.

4 <https://unctad.org/en/pages/newsdetails.aspx?OriginalVersionID=2339> Pristupljeno 4.09.2020.

vrednosti je opao za 4,8%. Rezultat ove dinamike robnog izvoza i uvoza je neznatan pad pokrivenosti uvoza izvozom od 74,9% iz 2019. na 73,9% u 2020 (prvih devet meseci). Oko 64% ukupne robne razmene Srbije u prvih devet meseci 2020. realizovano je u trgovini sa članicama Evropske unije (EU), dok se preostali deo odnosi na razmenu s CEFTA integracijom i ostalim zemljama.⁵ Zahvaljujući tome što izvoz stranih kompanija iz Srbije čini značajan deo ukupnog robnog izvoza naše zemlje, izbegnuta je njegova oštrija redukcija. Razmena u okviru složenih lanaca isporuke pod uticajem je okruženja COVID-19 i smanjivanja finalne proizvodnje u okviru ovih lanaca, usled pada globalne tražnje. Trgovinski deficit u prvih 9. meseci 2020. neznatno je manji u odnosu na deficit u uporedivom razdoblju 2019. godine, što pokazuje da pandemija nije dovela do pogoršanja salda trgovinskog bilansa u posmatranom 2020. godine. Međutim, produženo delovanje pandemije na svetsku trgovinu opominje na rizik održivosti deficita tekućeg računa, koji se takođe uvećava. Ovaj rizik je pod velikim uticajem tekućih performansi eksterne pozicije Srbije.

3. EKSTERNA POZICIJA SRBIJE

Zaduženost Srbije u inostranstvu (privatna i javna) opredeljuje njene globalne eksterne performanse. Neka iskustva drugih zemalja koja se odnose na posledice krize mogu biti poučna za domaće nosioce ekonomske politike. Pre svega, dug u stranoj valuti i deficit tekućeg računa povećavaju verovatnoću da se zemlja suoči sa eksternim udarima. Veće devizne rezerve ublažavaju ovu situaciju.⁶ U slučajevima eksternog šoka, zemlje sa većim spoljnim neravnotežama oformljenim pre ovog šoka suočavaju se sa većim padom proizvodnje i otežanim prilagođavanjem tekućeg računa. Veće učešće privatnog spoljnog duga ne olakšava poziciju zemlje, jer može doći do bega kapitala. Na eksterne udare posebno su osetljive zemlje u razvoju i zemlje sa tržištem u nastajanju.

Imajući u vidu da je Srbija u velikoj meri liberalizovala tokove kapitala s inostranstvom i da se opredelila za politiku kontrolisano fluktuirajućeg deviznog kursa, ne izenađuje veliki priliv stranog kapitala u periodu posle 2000. godine. Paralelno sa ovim prilivom, koji je formirao suficit u finansijskom računu, rastao je deficit trgovinskog bilansa i deficit tekućeg računa do 2008. godine, da bi se posle udara krize u 2009. oba deficita stabilizovala na nižem nivou (tabela 1 u prilogu).

Prema podacima tabele 1. u prilogu zapaža se da je deficit tekućeg računa Srbije rastao do 2008. i da je u godinama koje su sledile znatno smanjen. Količnik ovog deficita i BDP-a dostigao je 20% 2008. da bi se sveo na 6,9% 2019. godine. Za pokriće ostvarenog deficita korišćen je suficit u finansijskom računu. Istaknuta komponenta u prilivu kapitala su SDI (od 2015. neto priliv SDI u celini pokriva deficit tekućeg računa). Usled rasta neto priliva SDI, iz godine u godinu se povećava negativan saldo računa primarnog dohotka u tekućem platnom bilansu. Rastući kumulativni iznos SDI u privredi Srbije predstavlja agregat koji će u narednim godinama uslovljavati porast odliva dividendi, a time i porast

5 RZS, Saopštenje broj 296 od 30.10.2020. Preuzeto sa sajta Republičkog zavoda za statistiku <https://publikacije.stat.gov.rs/G2020/Pdf/G20201296.pdf>. Pristupljeno 21.11.2020. godine.

6 U slučaju krize, zemlje koje imaju devizne rezerve iznad zahtevanog nivoa, mogu ih iskoristiti kao instrument kontraktične politike (Cordella, et al., 2014). Ukoliko prevelika volatilitnost deviznog kursa, u režimu fleksibilnog deviznog kursa, pretili da naruši finansijsku stabilnost, potrebno je intervenisati na deviznom tržištu. Zemlje sa tržištem u nastajanju koje imaju režim fleksibilnog deviznog kursa, manje su izložene eksternim udarima od zemalja koje imaju neki vid fiksiranja kursa (Obstfeld et al., 2017).

negativnog salda računa primarnog dohotka u tekućem delu platnog bilansa. Za sada se ovaj pritisak ne oseća u punoj meri, jer se značajan deo raspodeljenih dividendi zadržava u zemlji kroz proces reinvestiranja. Istosmerno dejstvo imaju i portfolio investicije u domaćoj privredi. Deo deficita tekućeg računa sve do 2015. finansiran je zaduživanjem u inostranstvu (privatni i javni dug), što je uslovalo porast spoljnog duga od 17,4 milijarde evra u 2007. na 26,2 milijarde evra u 2015. godini (učešće spoljnog duga u BDP-u Srbije je poraslo sa 55% u 2007. na 73,5% 2015, uz pad na 61,5% u 2019. godini).

Porast količnika duga i BDP-a Srbije uslovio je povećanje učešća otplate duga u BDP-u sa 9,6% u 2007. na 13,3% 2014, uz manji pad na 9,9% u 2019. Čak i u ambijentu rekordno niskih kamatnih stopa na međunarodnom tržištu kapitala, rastao je spomenuti pokazatelj otplate duga Srbije do 2014. godine. Razmere servisiranja spoljnog duga predstavljaju značajno opterećenje za domaću privredu. Teret servisiranja bi mogao biti i veći ukoliko dođe do porasta kamatnih stopa na tržištima kapitala u svetu.

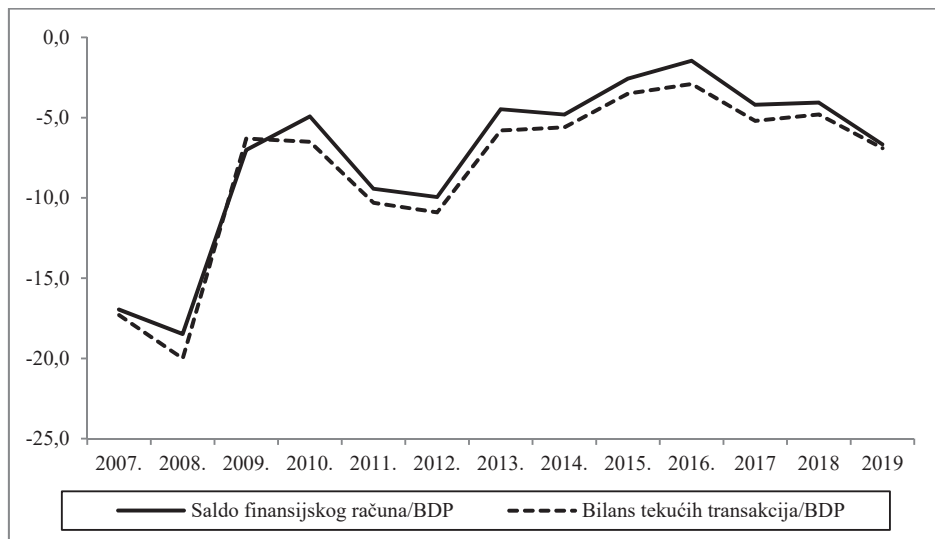
Svi vidovi stranog kapitala u privredi Srbije bilansirani su u međunarodnoj investicionoj poziciji zemlje. Pri navedenim kretanjima spoljnog duga, neto dužnička međunarodna investiciona pozicija Srbije povećana je sa 30,6 milijardi evra u 2013. na 40,5 milijardi evra u 2019., sa tendencijom daljeg rasta. Ovaj makroekonomski pokazatelj sublimira neto prisustvo stranog kapitala u domaćoj privredi i signalizira dostignut nivo dužničkog tereta zemlje. Ujedno predstavlja veličinu koja generiše rastuće godišnje iznose agregatnog servisiranja stranog duga (dividende i kamate). Očekivani porast kamatnih stopa na međunarodnom tržištu kapitala posle izlaska svetske privrede iz recesije ima tendenciju da uveća udeo otplate duga u BDP-u Srbije, ukoliko rast kamata bude veći od porasta BDP-a. Sem toga, mogući porast odliva dividendi stranih investitora (dividende se uvećavaju i realno je očekivati da će jednog dana vlasnici kapitala pristupiti njihovoj repatrijaciji, a moguće je i povlačenje uloženog kapitala) iz tokova domaćeg dohotka usloviće rast deficita računa primarnog dohotka u tekućem bilansu Srbije. Ukoliko se do eventualnog preokreta tekućih trendova neto priliva SDI ne odigra proces snažnijeg porasta izvoza, veći pritisak odliva kapitala po osnovi stranog vlasništva može postati ograničavajući činilac rasta domaće privrede (videli smo da je učešće otplate duga u BDP-u 2019. bilo skoro 10%, i da je ovaj udeo opao sa 13,3% iz 2014). Sve su to razlozi zbog kojih je potrebno sagledati međusobne odnose između tekućeg i finansijskog računa Srbije, i na osnovu rezultata tog istraživanja predložiti mere koje treba da osiguraju održivost deficita tekućeg računa u narednim godinama. Upporedni prikaz kretanja salda finansijskog računa i salda računa tekućih transakcija daje se u grafikonu 2.

Negativan predznak na vertikalnoj osi u grafikonu 2. svedoči o kontinuiranom deficitu tekućeg računa Srbije. Saldo finansijskog računa takođe je prikazan sa negativnim predznakom, ukazujući da se radi o dužničkim obavezama prema inostranstvu. U grafikonu 2. se uočava bliska povezanost u kretanju dve vremenske serije. Takođe se zapaža trend smanjivanja deficita tekućeg računa posle globalne finansijske krize iz 2008. godine. Ovaj trend sledi i neto priliv inostranih finansijskih sredstava. Globalna finansijska i ekonomska kriza se odrazila na pad domaćih investicija i uvela stopu rasta BDP-a 2009. godine u negativnu zonu (tabela 1. u prilogu), što je znatno doprinelo kontrakciji deficita tekućeg računa. Međutim, deficit tekućeg računa je ponovo u porastu od 2017. godine. Pri tome se ističe porast od 2 milijarde evra iz 2017. na 3,2 milijarde evra u 2019. godini. Za Srbiju je izuzetno važno da povećava izvoznu konkurentnost, kako bi u budućnosti mogla da otplati spoljni dug. Kumuliranje dužničkih obaveza koje nije praćeno porastom izvoza čini

zemlju osjetljivom na iznenadni prekid priliva stranog kapitala. Takvi šokovi lako mogu da se pretvore u finansijsku krizu. Istorija nudi primere poremećaja privrede zemalja koje su imale velike spoljne neravnoteže. Velika depresija 1929-1933. svakako je ubedljiv dokaz jer, u razdoblju pre izbivanja krize, nije bilo moguće postići dogovor između zemalja koje su imale velike suficite i zemalja sa velikim deficitima, o izravnavanju ovih neravnoteža.

Grafikon 2. Saldo tekućeg i finansijskog računa platnog bilansa Srbije, 2007-2019. godine

- u % od BDP-a



Izvor: Autor na osnovu podataka NBS, <https://www.nbs.rs/internet/cirilica/80/index.html>
Pristupljeno 05.09.2020.

Rejting agencija Moody's je u svom godišnjem izveštaju ocenila da Srbija ima pozitivne izgleda za povećanje kreditnog rejtinga u narednom periodu. Ova ocena se temelji na očekivanom snažnom privrednom rastu Srbije u 2021. godini.⁷ Premija rizika na bazi spoljnog duga Srbije u evrima (emitovane državne obveznice u evrima) u proseku se kretala oko 10 baznih poena ispod opšteg (kompozitnog) pokazatelja premije rizika za zemlje sa tržištem u nastajanju (eng. *Emerging Markets Bond Index – EMBI*). Trend smanjivanja premije rizika za Srbiju registruje se od kraja 2013. godine i svedoči o povoljnoj percepciji makroekonomske stabilnosti u našoj zemlji. Tome je svakako doprinela i fiskalna stabilnost.⁸ Pri tome je značajno spomenuti da je Srbija smanjila deo svog duga denominovanog u dolarima emitovanjem obveznica u evrima.⁹

7 Navedeno prema Narodna banka Srbije, <https://www.nbs.rs/internet/cirilica/scripts/showContent.html?id=15825&konverzija=no> Pristupljeno 5.09.2020.

8 Videti Narodna banka Srbije, <https://www.nbs.rs/internet/cirilica/15/mediji/vesti/20200902.html> Pristupljeno 5.09.2020.

9 Preovlađujući deo javnog duga Srbije (opšti nivo države), prema podacima od kraja septembra 2020, denominovan je u evrima (47,2%), zatim sledi američki dolar (16,6%), dinar (29,4%) i ostale strane valute (Republika Srbija, Ministarstvo finansija – Uprava za javni dug, 2020, str. 3).

Navedene karakteristike Srbije na međunarodnom finansijskom tržištu su važan podstrek za strane investitore da ulažu u našu zemlju.

Očekivano povećanje stranih investicija u domaću infrastrukturu je poželjno sa stanovišta daljeg poboljšanja investicionog ambijenta i unapređenja izvozne konkurentnosti. Međutim, potrebna je opreznost da se ne pretera sa spoljnim dugom, kako bi se izbegli rizici njegovog urednog servisiranja, i kako bi se predupredili mogući negativni efekti na privredni rast.

4. ZAKLJUČAK

Recesija svetske privrede i oštar pad svetskog izvoza ističu u prvi plan rizike sa kojima se suočavaju male otvorene privrede iz grupe zemalja u razvoju i zemalja sa tržištem u nastajanju. Dostignut stepen otvorenosti privrede Srbije i njena povezanost sa međunarodnim finansijskim tržištem i tržištem kapitala, nameću pitanje posledica pandemije COVID-19 na domaću privredu. Povezanost deficita tekućeg računa (koji uglavnom nastaje zbog hroničnog trgovinskog deficita) sa izvorima njegovog finansiranja (priliv stranog kapitala), ukazuje na osetljivost domaće privrede na eksterne udare. S obzirom da je domaći privredni rast u znatnoj meri oslonjen na neto priliv SDI, ne iznenađuje rast uvoza delova i komponenti koji se ugrađuju u proizvode namenjene izvozu. Jedan deo proizvodnje ostaje na domaćem tržištu. Veće učešće domaćih komponenti u proizvodnji za izvoz smanjilo bi uvozu zavisnost proizvodnje, sa pozitivnim efektom na saldo tekućeg računa. Usmeravanje SDI u izvozne sektore privrede olakšalo bi proces navedenih strukturnih usklađivanja.

Tokom globalne finansijske i ekonomske krize iz 2008-2009. zemlje su bile suočene sa rizikom povećanog odliva stranog kapitala. Uostalom, taj rizik uvek postoji kad nastupe eksterni poremećaji. Kontrakcija privredne aktivnosti u brojnim zemljama, kao i u Srbiji, dovela je do redukcije deficita tekućeg računa. Oštra prilagođavanja su otkrila slabosti privredne strukture i rizike potencijalnog povlačenja stranog kapitala. S obzirom na pomanjkanje domaće štednje, Srbija se u investiranju oslanja na strana sredstva, pre svega na SDI. Viša stopa investicija je preduslov za dinamičniji privredni rast, ali to podrazumeva rastući oslonac na strani kapital kao izvor finansiranja domaćih investicija. Eventualni oštriji pad priliva SDI bi nametnuo pitanje daljeg finansiranja investicija. Da bi se zadržao sadašnji ritam neto priliva SDI potrebno je preduzimati strukturne reforme, uz jačanje institucionalne infrastrukture i poslovnog ambijenta. Veće mogućnosti profitabilnog investiranja bi mogle da privuku i veće iznose SDI. Atraktivan investicioni ambijent treba da zameni subvencionisanje kao koncept motivacije stranih investitora. Razvojni koncept zasnovan na strukturnom preoblikovanju izvoza svakako bi doprineo smanjivanju potencijalnih rizika i iznuđenih prilagođavanja u slučaju ozbiljnijih poremećaja u svetskoj privredi.

Ne sme se gubiti iz vida ni to da će budući odliv dividendi stranih investitora i kamata po osnovu spoljnog duga dodatno vršiti pritisak na deficit tekućeg računa. Stoga nosioci ekonomske politike treba da prate nivo stranog kapitala u privredi i ocenju njegovu kompatibilnost sa održivim nivoom deficita tekućeg računa. U narednim godinama može se očekivati porast odliva dividendi iz domaće privrede, što će, preko negativnog salda u računu primarnog dohotka, vršiti pritisak na platni bilans.

Srbija je u nekoliko proteklih godina smanjila iznos spoljnog duga koji je denominovan u dolarima, što je olakšalo teret duga u razdobljima kad je dolar jačao u odnosu na evro. Zahvaljujući neto prilivu SDI, koji je u nekoliko poslednjih godina u celini pokrivao deficit tekućeg računa, Srbija je stabilizovala stanje spoljnog duga (javni i privatni dug) na oko 60% BDP-a (dostignut iznos je 61,5% BDP-a u 2019. godini). Neto priliv SDI i makroekonomska stabilnost Srbije omogućili su da u vreme pandemije Covid-19 ne dođe do značajnijeg porasta zaduženosti u inostranstvu. Zahvaljući ovim performansama, međunarodne rejting agencije nisu u 2020. umanjile kreditni rejting Srbije. Agencija Moody's je u svom godišnjem izveštaju navela da Srbija ima pozitivne izgleda za povećanje kreditnog rejtinga u narednom periodu. Stoga je značajno da buduće zaduživanje Srbije u inostranstvu, kao posledica mogućeg povećanja budžetskog deficita, bude kontrolisano, i da se stanje spoljnog duga svakako zadrži na nivou ispod 80% BDP-a.

ZAHVALNOST: Sredstva za realizaciju istraživanja obezbeđena su od strane Ministarstva prosvete, nauke i tehnološkog razvoja.

LITERATURA

- Adelino, M., Ferreira, A.M., Giannetti, M., and Pires, P. (2020): „Trade credit and the transmission of unconventional monetary policy”, NBER Working Papers, no 27077. <http://www.nber.org/papers/w27077> Pristupljeno 2.11.2020.
- Bekkers, E., Kech, A., Koopman, R., and Nee, C. (2020), „Trade and COVID-19: The WTO's 2020 and 2021 trade forecast”, <https://voxeu.org/article/trade-and-covid-19-wto-s-2020-and-2021-trade-forecast> Pristupljeno 3.09.2020.
- Boissay, F., Patel, N. and Shin, H.S. (2020), „Trade credit, trade finance, and the Covid-19 Crisis”, BIS Bulletin No. 24.
- Bruno, V. and Shin, H.S. (2019), „Dollar and exports”, BIS Working Papers, no. 819.
- Bussière, M., Callegari, G., Ghironi, F., Sestieri, G., and Yamano, N. (2013), „Estimating Trade Elasticities: Demand Composition and the Trade Collapse of 2008–2009”, *American Economic Journal: Macroeconomics* 5(3), Pp. 118–151. DOI: 10.1257/mac.5.3.118
- Constantinescu, C., Mattoo, A., and Ruta, M. (2019), „Does Vertical Specialization Increase Productivity?”, *The World Economy* 42(5), Pp. 2385–2402. DOI: 10.1111/twec.12801
- Cordella, T., Federico, P., Vegh, C., and Vuletin, G. (2014), „Reserve Requirements in the Brave New Macropprudential World”, *World Bank Studies*, Washington, DC: World Bank. DOI: 10.1596/978-1-4648-0212-6
- European Central Bank (2020), *Economic Bulletin*, Issue 5 / 2020, June, Frankfurt am Main: European Central Bank, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/ecbu/eb202005.en.pdf> Pristupljeno 11.09.2020.
- Evenett, S. (2020), „Tackling Covid-19 Together: The Trade Policy Dimension, GTA Report”, <https://www.wita.org/atp-research/tackling-covid-19-together-the-trade-policy-dimension/> Pristupljeno 04.09.2020
- Gopinath, G. (2020), „Limiting the economic fallout of the coronavirus with large targeted policies”, in: Baldwin, R. and di Mauro, B.W. (eds.) (2020), *Mitigating the COVID Economic Crisis: Act Fast and Do Whatever It Takes*, a VoxEU eBook, CEPR Press. <https://voxeu.org/content/mitigating-covid-economic-crisis-act-fast-and-do-whatever-it-takes> Pristupljeno 4.09.2020.

- Kose, A.M., Ohnsorge, F., Nagle, P., and Sugawara, N. (2020), „Caught by the Cresting Debt Wave”, *Finance and Development*, June, Pp. 40-43.
- Obstfeld, M., Ostry, D.J., and Qureshi, S.M. (2017), „A Tie That Binds: Revisiting the Trilemma in Emerging Market Economies”, *IMF Working Papers*, No. 17/130, June, Washington, DC: International Monetary Fund.
- OECD (2020), *OECD Economic Outlook*, Volume 2020/Issues 1, No. 107, June, OECD Publishing, Paris, DOI:<https://doi.org/10.1787/0d1d1e2e-en>.
- OECD (2020a), „Trade Finance in Times of Crisis – Responses from Export Credit Agencies”, OECD Policy Responses to Coronavirus (COVID-19). <http://www.oecd.org/coronavirus/policy-responses/trade-finance-in-times-of-crisis-responses-from-export-credit-agencies-946a21db/> Pristupljeno 2.17.2020.
- Republika Srbija, Ministarstvo finansija- Uprava za javni dug (2020), *Mesečni izveštaj: Analiza javnog duga i duga opšte države* (septembar), br. 102, Beograd.

Internet adrese:

1. Narodna banka Srbije, <https://www.nbs.rs/internet/cirilica/scripts/showContent.html?id=15825&konverzija=no>
2. Narodna banka Srbije, <https://www.nbs.rs/internet/cirilica/15/mediji/vesti/20200902.html>
3. UNCTAD, <https://unctad.org/en/pages/newsdetails.aspx?OriginalVersionID=2339>
4. Republičkog zavoda za Statistiku Republike Srbije, <https://www.stat.gov.rs/vesti/20200831-spoljnotrgovinska-robna-razmena-za-tekuci-period-i-jul-2020/?a=0&s=0>

Tabela 1. Pokazatelji eksterne pozicije Srbije

u milionima evra i %

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Roba i usluge	-7.358	-8.684	-5.056	-4.729	-5.341	-5.523	-3.845	-3.645	-2.915	-2.212	-3.031	-4.091	-4.612
Tekući račun	-5.474	-7.126	-2.032	-2.037	-3.656	-3.671	-2.098	-1.985	-1.234	-1.075	-2.051	-2.076	-3.161
Primarni dohodak	-982	-983	-479	-658	-1.368	-1.097	-1.419	-1.343	-1.658	-2.022	-2.533	-2.182	-2.479
Finansijski račun, neto*	5.348	6.597	2.280	1.552	3.340	3.350	1.630	1.705	919	535	1.648	1.743	3.104
Direktne investicije, neto	2.528	2.485	2.067	1.133	3.319	752	1.298	1.236	1.803	1.899	2.418	3.157	3.551
Neto međunarodna investiciona pozicija, 31.12.							-30.605	-32.464	-33.877	-34.672	-35.579	-37.570	-40.465
Spoljni dug	17.382	20.982	22.272	23.509	24.123	25.645	25.644	25.679	26.234	26.494	25.528	26.662	28.254
Spoljni dug/BDP (u %)	55,1	58,8	68,6	74,5	68,1	76,1	70,4	72,4	73,5	72,1	65,1	62,2	61,5
Otplata duga/BDP (u %)	9,6	10,1	12,1	11,3	11,7	12,3	12,6	13,3	11,1	12,3	10,9	11,3	9,9
Bilans tekućih transakcija/BDP (u %)	-17,3	-20,0	-6,3	-6,5	-10,3	-10,9	-5,8	-5,6	-3,5	-2,9	-5,2	-4,8	-6,9
Saldo finansijskih transakcija/BDP (neto zaduživanje „+“)(u %)	-17,0	-18,5	-7,0	-4,9	-9,4	-9,9	-4,5	-4,8	-2,6	-1,5	-4,2	-4,1	-6,7
Realni rast BDP-a (u %)**	6,4	5,7	-2,7	0,7	2,0	-0,7	2,9	-1,6	1,8	3,3	2,0	4,4	4,2

Napomena: *Mada se u statistici platnog bilansa ovaj saldo iskazuje sa negativnim predznakom (=aktiva-pasiva), ovde je prikazan sa pozitivnim predznakom jer predstavlja neto priliv kapitala koji služi za pokrivanje deficita tekućeg računa. ** U stalnim cenama prethodne godine. Za 2019. godinu je procena RZS kao zbir tromesečja.

Izvor: <https://www.nbs.rs/internet/cirilica/80/index.html> Pristupljeno 21.11.2020.