

UTICAJ STRANIH DIREKTNIH INVESTICIJA NA IZVOZNE PERFORMANSE I PLATNI BILANS SRBIJE

THE IMPACT OF FOREIGN DIRECT INVESTMENT ON EXPORT PERFORMANCE AND BALANCE OF PAYMENTS OF SERBIA

Radovan Kovačević*

Apstrakt: Priliv stranih direktnih investicija (SDI) u domaću privredu omogućio je povećanje izvoza, jer strane kompanije svoje proizvode uglavnom prodaju na svetskom tržištu. Neke strane kompanije koje proizvode u našoj zemlji, uvoze sirovine i repromaterijale koji su superiorniji u odnosu na moguću domaću ponudu ovih proizvoda. Međutim, u nekim slučajevima strani investitori angažuju domaća mala i srednja preduzeća (MSP) kao isporučioce za određene delove i komponente. Za našu privredu je sve značajnija veza između SDI i domaćih MSP, kako bi se ostvarilo prelivanje tehnologije i upravljačkih znanja iz stranih kompanija na domaća preduzeća. Ujedno je to put za povećanje dodate vrednosti domaćeg izvoza i mogućnost da MSP deo svoje proizvodnje izvezu na strano tržište. U radu se ukazuje na potrebu i mogućnosti povećanja domaćeg robnog izvoza u narednim godinama. Porast izvoza treba da omogući smanjivanje robnog deficita uz ublažavanje pritiska preostalog deficita na tekući račun. U ovom radu se takođe analizira uticaj dohotka od SDI na platni bilans Srbije i ukazuje na tačku preokreta kad SDI počinju negativno da deluju na platni bilans. U radu se ispituju tendencije neto priliva SDI i njihova povezanost sa finansiranjem deficita tekućeg računa. Nalazi u radu dokazuju značajno prisustvo stranog kapitala u domaćoj privredi, oličeno u velikom iznosu dužničke neto međunarodne investicione pozicije Srbije. Na osnovu ovih nalaza u radu se predlaže jače povezivanje subvencija stranim investitorima sa prilivom SDI u izvozne sektore privrede.

KLJUČNE REČI: IZVOZ I UVOZ ROBE I USLUGA, DOHODAK OD DIREKTNIH INVESTICIJA, TEKUĆI RAČUN, MEĐUNARODNA INVESTICIONA POZICIJA

Abstract: The foreign direct investment (FDI) inflows into domestic economy has enabled exports growth, because foreign companies mainly sell their products on the world market. Some companies that produce in our country, imports raw materials that are superior to the possible domestic offer of these products. However, in some cases foreign investors engage domestic SMEs as suppliers for certain parts and components. For our economy, there is an increasingly important link between FDI and domestic SMEs in order to achieve technology spillovers and transfer of managerial skills from foreign companies to domestic companies. It is also a way to increase domestic value added in exports and enhance the ability of the SMEs to export part of their production. The paper points to the need and possibilities of increasing domestic merchandise exports in the coming years. The increase in exports should help to reduce a trade deficit, while reducing the pressure of the remaining deficit to the current account. This paper also analyzes the impact of FDI income on Serbia's balance of payments and points to a turning point when FDIs start negatively affect the balance of payments. The paper examines the trends of the net FDI inflow and their connection with the financing of the current account deficit. Findings in the paper confirm the significant presence of foreign capital in the domestic economy, reflected in the large negative net international investment position of Serbia. On the basis of these findings, the proposal suggests stronger links between subsidies to foreign investors and FDI inflows into tradable sectors.

KEYWORDS: EXPORTS AND IMPORTS OF GOODS AND SERVICES, FDI INCOME, CURRENT ACCOUNT, INTERNATIONAL INVESTMENT POSITION

JEL KLASIFIKACIJA: F13, F18, F32, F34

* Ekonomski fakultet Univerziteta u Beogradu, email: radovank@ekof.bg.ac.rs. Rad je deo istraživanja na projektu 179065 Ministarstva prosvete, nauke i tehnološkog razvoja Republike Srbije „Uloga države u novom modelu rasta privrede Srbije“.

1. UVOD

Strane direktne investicije mogu uticati na izvozne performanse privrede tako što njihov priliv povećava proizvodne kapacitete zemlje domaćina, a porast proizvodnje se realizuje u izvozu. Druga dimenzija uticaja SDI odnosi se na povezanost filijala stranih kompanija u zemlji domaćina sa njihovim maticama u zemljama porekla, usled čega se može povećati izvoz. Tu svakako treba dodati i menadžerska iskustva stranih kompanija, savremenu tehnologiju, kao i njihovu bolju uklopljenost u međunarodne lance proizvodnje, što takođe može pozitivno da utiče na izvoz¹.

Kina kao vodeći svetski izvoznik je primer zemlje koja je ostvarila veliki priliv SDI u izvozne sektore. Dinamičan rast izvoza privlači nove investicije u proizvodnju dobara za izvoz². Povećanje robnog izvoza Srbije je važan činilac stabilizacije platnog bilansa i održivosti deficita tekućeg računa. Neto priliv SDI u Srbiji poslednjih nekoliko godina bio je dovoljan za pokriće deficita tekućeg računa. Zbog toga zemlja nije morala da se zadužuje u inostranstvu da bi pokrila deficit tekućeg računa. Međutim, rast neto priliva SDI u proteklih nekoliko godina doveo je do njihovog nagomilavanja, tako da tekući stok SDI generiše veliki iznos dohotka koji pripada strancima. Značajan deo ovog dohotka zadržava se u našoj zemlji u vidu reinvestirane dobiti, što je olakšavajuća okolnost za platni bilans. Naime, sve dok je neto priliv SDI veći od dohotka po osnovu angažovanja ovog kapitala, SDI deluju pozitivno na platni bilans. Međutim, u trenutku kad neto priliv SDI bude manji od dohotka koji one ostvare, SDI će početi da ispoljavaju negativan uticaj na platni bilans. Pošto je fond (stok) stranog kapitala u privredi Srbije prilično uvećan, što se vidi po visokom iznosu negativne vrednosti neto međunarodne investicione pozicije, potrebno je u narednim godinama povećavati vrednost izvoza, kako bi se robni deficit, a time i deficit tekućeg računa, održao pod kontrolom. Stoga je korisno povezati odobravanje subvencija stranim investitorima sa usmeravanjem novih SDI u izvozne sektore domaće privrede. U tom pravcu treba da deluju i druge mere ekonomske politike, koje treba da potpomognu stvaranje privlačnog investicionog ambijenta za privlačenje izvozno usmerenih SDI.

2. STRANI KAPITAL I IZVOZ SRBIJE

Jedan od načina da se poveća dodata vrednost proizvoda namenjenih izvozu leži u većem učešću domaćih isporučilaca delova i komponenti za finalnu proizvodnju. U automobilskoj industriji postoji udruženje proizvođača komponenti, koje okuplja domaće isporučioce komponenti za automobilsku industriju. Na ovaj način se stvaraju preduslovi da se na organizovan način poveća novostvorena vrednost domaće proizvodnje. Naravno, efekti na platni bilans zavise i od toga da li se uvozi supstanca za proizvodnju komponenti u zemlji ili ne. Svakako da je sa stanovišta platnog bilansa poželjnije veće učešće domaćih inputa u proizvodnji delova i komponenti. Mada u literaturi dominira stav po kome insistiranje na zahtevima da lokalni inputi učestvuju u proizvodnji ima

¹ Detaljan prikaz uticaja SDI na izvoz zemlje domaćina može se naći u UNCTAD (2002).

² Wang and Su (2017).

štetne efekte na dotičnu zemlju, ova praksa je oživela posle velike ekonomske krize iz 2008. godine³.

Vlade koje žele da strane investitore lansiraju na izvoznju putanju, nastoje da obezbede uslove za realizaciju tog cilja. Često se to postiže pomoću subvencija. Zemlje u razvoju i zemlje sa tržištem u nastajanju (eng. emerging markets) uglavnom usmeravaju SDI u tri sektora koji treba da osiguraju izlazak na svetsko tržište: autobobilsku industriju, petrohemiju i sektor računara i elektronike. U praksi nije lako razdvojiti uticaj izvoznih podsticaja od ostalih faktora koji utiču na odluke stranih investitora da izvoze iz zemlje domaćina. Transnacionalne kompanije (TNK) često otvaraju svoje ekspoziture u inostranstvu da bi iskoristile prednosti nižih troškova proizvodnje, i, zatim, dopunile svoj izvoz. Na taj način TNK povećavaju svoj udeo u svetskoj trgovini.⁴ Nalazi u literaturi ukazuju na postojanje pozitivne korelacije između kapaciteta zemlje da privuče SDI i nivoa njene trgovinske otvorenosti.⁵ Ovde se postavlja pitanje koji tipovi SDI su pozitivno korelisani sa trgovinskom otvorenošću i izvozom koji se zasniva na resursima koje poseduje zemlja domaćina?

SDI koje eksploatišu različite karakteristike između zemalja da bi minimizirale troškove su vertikalne investicije. Ovaj koncept podrazumeva fragmentaciju proizvodnog procesa, pri čemu se finalna proizvodnja i proizvodnja inputa za ovu proizvodnju lociraju u različitim zemljama, tako da se minimiziraju troškovi ukupne proizvodnje. Mnoge zemlje upravo priželjkuju ove investicije. One su izvozno usmerene i generišu priliv deviza. Stoga ne nose rizik da će „progutati“ lokalna privatna preduzeća. Najčešće se u tom slučaju radi o grinfild investicijama, koje donose novo zapošljavanje. S obzirom da su izvozno orjentisane, ove investicije otvaraju prostor da zemlja domaćin poveća svoju produktivnost, i da u lancu vrednosti zauzme višu poziciju. Teškoća sa ovim tipom investicija je u tome što ih želi većina zemalja, i teško se dobijaju⁶.

Ako TNK investiraju u prodaju na veliko i sektor maloprodaje, njihova je namera da u zemlju domaćina uvoze i distribuiraju svoje proizvode i usluge. U tom slučaju, njihov

³ Prema nalazima OECD (2016), u periodu posle izbijanja finansijske krize 2008. godine uvedeno je više od 140 novih mera koje u osnovi imaju zahteve lokalnog sadržaja (eng. domestic content requirements or local content requirements-LCR). Ove mere su, prema istom izvoru, bile podstaknute nastojanjima vlada da povećaju domaću zaposlenost i osavremene industrijske performanse. Istovremeno, one nastoje da utiču na aktivnosti stranih investitora, kako bi se povećao udeo inputa domaćeg porekla koje koriste strane kompanije u zemlji domaćina. Istraživanja u ovoj studiji su pokazala da se zahtevi lokalnog sadržaja odnose na trgovinu delovima i komponentama u automobilskoj industriji. Zaključak studije je da usled ovih mera rastu troškovi domaće proizvodnje, što se prenosi na cene finalnih proizvoda. U krajnjem ishodu, opada izvozna konkurentnost dotične privrede. Takođe, treba dodati da su ove mere u suprotnosti sa pravilima Svetske trgovinske organizacije (STO). Deringer et al. (2018) su na primeru BRICS zemalja utvrdili da su LCR mere bile povezane sa javnim nabavkama, finansijskom podrškom ili poslovnim operacijama, a takođe su u vezi sa merama na strani izvoza. Pri tome je ocenjeno da su LCR mere bile posebno izražene na području finansijske podrške.

⁴ Antràs and Yeaple (2014). Razvoj digitalne infrastrukture i digitalnih znanja i veština doprinose smanjivanju troškova trgovine, i predstavljaju snažan faktor privlačenja TNK.

⁵ Trgovinska otvorenost se posmatra kao količnik ukupne trgovine i BDP-a (videti Chakrabarti, 2001).

⁶ The World Bank Group (2017, p. 14). Ključni nalazi u novijoj literaturi ističu odlučujuću ulogu institucija, infrastrukture i trškova trgovine za uključivanje u lance stvaranja vrednosti (Lanz and Piermartini, 2018, p. 2).

uticaj na platni bilans zemlje domaćina je negativan.⁷ Ukoliko se SDI preduzimaju sa ciljem da supstituišu izvoz u jednu zemlju i njene susede, onda se radi o tzv. „izvoznim platformama“.⁸ Kod ove investicione strategije uglavnom se trguje inputima i uslugama između matične kompanije i ekspoziture u inostranstvu, posredstvom globalnog lanca vrednosti (eng. global value chains).

Imajući u vidu gore spomenute strategije stranih investitora, za Srbiju je značajno da SDI usmerava u one sektore koji predstavljaju njen izvozni oslonac. Da bi se to u praksi realizovalo, Srbija treba da ima svoju izvoznu strategiju koja identifikuje ključne izvozne sektore. Izbor sektora treba da se zasniva na raspoloživim ukupnim resursima, a ne samo na jeftinoj radnoj snazi. Na kratak rok, Srbiji je potreban dinamičan rast robnog izvoza kako bi se preokrenuo trend rasta robnog deficita. Na srednji i dugi rok, robni izvoz treba da postane noseći kanal privrednog rasta. Na taj način bi se izbegle tenzije u platnom bilansu do kojih može doći usled povećanja deficita robnog bilansa. Praksu subvencioniranja stranih investitora treba upotpuniti usmeravanjem investicija u proizvodnju za izvoz. S obzirom da Srbija spada u grupu zemalja koje karakteriše mala otvorena privreda, ne bi trebalo stimulisati one investicije koje su zasnovane na otvaranju pogona u našoj zemlji da bi se roba prodavala na domaćem tržištu. Mada u nekim slučajevima to može biti značajna supstitucija uvoza, sa pozitivnim efektom na platni bilans, takve investicije treba motivisati dobrim investicionim ambijentom, a ne subvencijama. Subvencionisanje treba rezervisati za SDI koje su izvožno usmerene⁹. Prednost treba dati grinfild investicijama u sektore koji zahtevaju srednje kvalifikovane operacije, kao što je proizvodnja automobila i automobilskih delova, proizvodnja mašina, medicinske opreme, elektronskih i električnih proizvoda, hemijskih proizvoda i proizvoda od gume. Dodata vrednost u ovim sektorima je veća nego u sektorima koje karakteriše nisko kvalifikovan rad. SDI u spomenutim sektorima mogu doprineti unapređenju strukture domaćeg izvoza, uz povećanje njegove jedinične vrednosti. Lokalna MSP u istim industrijskim granama mogu unaprediti svoja znanja na osnovu onoga kako rade TNK, podižući kvalitet izvoza svojih proizvoda. Ukoliko se domaća preduzeća javljaju kao isporučioци za strane kompanije u našoj zemlji, delovi i komponente će sadržavati veću dodatnu vrednost u meri preliivanja produktivnosti iz TNK u ove firme. Kvalitetniji inputi koje koriste strane kompanije, kroz proces preliivanja tehnologije mogu podići kvalitet inputa koje koriste domaće kompanije, omogućavajući im da unaprede sopstveni izvoz.¹⁰

Povećanje robnog izvoza kao način za smanjivanje robnog deficita Srbije ujedno je i pristup za stabilizaciju platnog bilansa. Posle izbijanja finansijske krize iz 2008. došlo je do redukcije robnog deficita, zahvaljujući, pre svega, opadanju robnog uvoza (grafikon 1).

⁷ Videti Krautheim (2013).

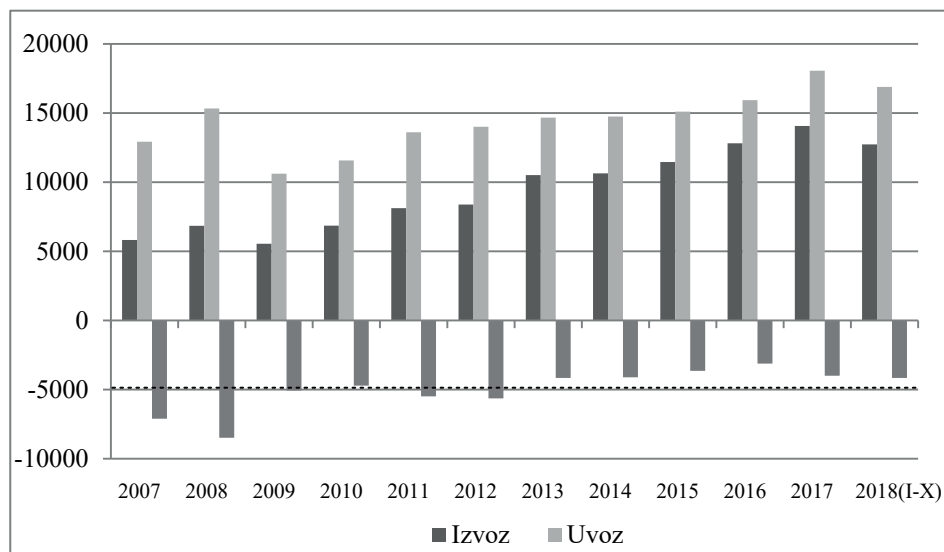
⁸ Ekholm et al. (2007).

⁹ Za iskustva drugih zemalja na polju subvencioniranja izvožno usmerenih SDI videti Moran (1998).

¹⁰ Harding and Javorcik (2011) navode činjenice koje sugerišu da SDI mogu pomoći zemaljama u razvoju da unaprede kvalitet svog izvoza. Značajno je da valade u ovim zemljama investiraju u razvoj digitalne infrastrukture (WTO, 2018, p. 132).

Grafikon 1.**Izvoz i uvoz robe u platnom bilansu Srbije**

U milionima evra



Izvor: https://www.nbs.rs/internet/cirilica/80/platni_bilans.html [Pristupljeno 21.12.2018. godine]

U grafikonu 1. se zapaža da je posle izrazitog pada izvoza i uvoza u 2009. godini, usledila tendencija rasta oba agregata do 2013. godine, uz stagnaciju 2014. godine. Od 2016. je ispoljen trend rasta izvoza i uvoza, uz porast robnog deficita. Nameće se zapažanje da na višim nivoima robne razmene s inostranstvom dolazi do porasta robnog deficita¹¹. Na takav ishod utiče struktura domaće proizvodnje, kao i oslanjanje stranih investitora na uvoz poluproizvoda i komponenti neophodnih za proizvodnju u zemlji. To su razlozi zbog kojih je potrebno u narednom periodu snažnije usmeravati SDI u izvozne sektore domaće privrede, uz nastojanje da se kontinuirano uvećava udeo domaćih isporuka poluproizvoda i komponenti za proces proizvodnje u preduzećima u stranom vlasništvu. Snažnije povezivanje domaćih MSP sa preduzećima u zemlji koja su u vlasništvu stranih investitora, posebno sa novim grinfild investicijama, otvara mogućnost uključivanja u lance isporuke, koje poseduju strane kompanije. Proizvođači delove, komponente, sklopove i podsklopove za ove kompanije, domaća MSP dolaze u poziciju da ostvare prelivane savremene tehnologije koja se koristi u stranim kompanijama, i na taj način značajnije uvećaju svoju produktivnost. Poluproizvodi, delovi i komponente proizvedeni pomoću savremene tehnologije takođe mogu naći samostalan put na strana tržišta, povećavajući vrednost izvoza i devizni priliv zemlje. Tome svakako mogu doprineti metodi upravlja-

¹¹ Uticaj robnog deficita na tekući račun ublažava suficit u računu sekundarnog dohotka, gde ključnu ulogu imaju doznake iz inostranstva. Godišnji priliv po ovom osnovu od 2013. godine prelazi iznos od 3 milijarde evra. Doda li se tome i suficit iz razmene usluga, koji je u 2017. bio nezatno manji od 1 milijare evra, može se zaključiti da ovi izvori predstavljaju važne i dragocene amortizere tekućeg računa Srbije (podaci su navedeni prema NBS, https://www.nbs.rs/internet/cirilica/80/platni_bilans.html [Pristupljeno: 21.12.2018])

nja i menadžerska znanja raspoloživa u stranim kompanijama, koje domaća MSP mogu preuzeti u poslovnim komunikacijama sa ovim preduzećima.

Transfer tehnologije u domaća MSP može doprineti povećanju ukupne faktorske produktivnosti u zemlji. To su mogućnosti, mada ne postoje garancije da će one biti iskorišćene na odgovarajući način. Da bi se u praksi ostvarilo prelijanje tehnologije u ostale segmente domaće privrede, potrebna je odgovarajuća institucionalna struktura, koja pojačava privlačnost investicionog ambijenta. Strani investitori treba da prepoznaju da transfer tehnologije, pre svega domaćim isporučiocima delova i komponenti, predstavlja bolje rešenje sa stanovišta profita njihovih preduzeća nego uvoz tih komponenti iz inostranstva. Uz jeftiniju kvalifikovanu radnu snagu i sposobnost apsorpcije nove tehnologije od strane domaćih MSP, strani investitori bi se mogli odlučiti za transfer tehnologije domaćim isporučiocima. Dakle, transfer savremene tehnologije domaćim MSP, koji može uvećati ukupnu faktorsku produktivnost zemlje, nije automatski proces. Potrebno je da se on podrži merama ekonomske politike.

Uticaj SDI na izvozne performanse domaće privrede u značajnoj meri zavisi od sektorske strukture njihovog priliva. Raspored neto priliva SDI u Srbiji po delatnostima daje se u tabeli 1.

Tabela 1.

Neto priliv SDI u Srbiji po delatnostima i ukupno

U milionima evra i procentima

		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
1.	Rudarstvo	204	478	218	179	26	22	-33	102
2.	Prerađivačka industrija	329	631	521	679	535	721	750	634
3.	Trgovina	133	1019	194	300	225	208	138	312
4.	Finansijske delatnosti i delatnost osiguranja	433	840	291	141	358	484	447	368
5.	Telekomunikacije	-27	73	-517	1	4	77	72	153
6.	Ukupno 1-5	1072	3041	707	1300	1148	1512	1374	1569
7.	Ukupan neto priliv	1278	3544	1008	1548	1500	2114	2127	2548
8.	Udeo grana 1-5 u ukupnom prilivu (6/7) x100 (u procentima)	84	86	70	84	77	72	65	62

Napomene: 1. Najznačajnije grane prerađivačke industrije po vrednosti priliva SDI su proizvodnja prehrambenih proizvoda, pića i duvana; proizvodnja proizvoda od gume i plastike; proizvodnja hemikalija i hemijskih proizvoda. 2. Privredne grane su razvrstane prema statističkoj klasifikaciji ekonomskih delatnosti Evropske zajednice revizija 2 (NACE Rev. 2, 2008). 3. SDI obuhvataju ulaganja u novcu, robi, pravima, konverziju duga u kapital, međukompanijske kredite i reinvestiranu dobit.

Izvor: https://www.nbs.rs/internet/cirilica/80/platni_bilans.html [Pristupljeno 12.12.2018]

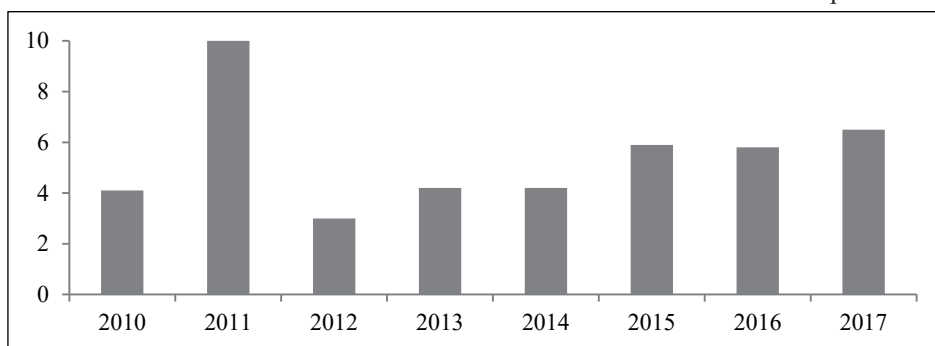
Neto priliv SDI u periodu 2010-2017. godine je iznosio 15,7 milijardi evra, pri čemu se na prerađivačku industriju odnosilo 4,8 milijardi evra (31%). Na pet delatnosti (rudarstvo, prerađivačka industrija, trgovina, finansijske delatnosti i delatnost osiguranja i telekomunikacije) odnosi se preovlađujući deo neto priliva SDI u Srbiji u posmatranom

periodu. U pojedinim godinama na ove delatnosti se odnosilo preko 80% neto priliva SDI (2010, 2011, 2013). Neposredan doprinos izvozu potiče od SDI u sektorima rudarstva i prerađivačke industrije. Priliv SDI u ostale sektore ne deluje direktno na izvoz, mada postoje indirektni uticaji. S obzirom da se i u narednim godinama očekuje neto priliv SDI, potrebno je da one u što većoj meri budu usmerene u prerađivačku industriju i industriju mašina i transportnih uređaja. I, svakako, da budu izvozno usmerene. SDI u ostalim oblastima su više usmerene ka domaćem tržištu, tako da se od njih ne očekuju devizni priliv već devizni odliv. Perspektive za povećanje robnog izvoza pojedinih sektora zavise i od budućih kretanja na svetskom tržištu¹². Neto priliv SDI poslednjih godina je rastao (videti grafikon 2).

Grafikon 2.

Neto priliv SDI u odnosu na BDP Srbije

- u procentima



Izvor: <https://www.nbs.rs/internet/cirilica/80/index.html#eoi> [Pristupljeno 12.12.2018. godine].

U grafikonu 2. se uočava rastući trend neto priliva SDI od 2012. godine. Neto priliv SDI u nekoliko poslednjih godina bio je dovoljan da se pokrije deficit tekućeg računa u platnom bilansu Srbije. To je omogućilo relaksaciju na strani spoljnog zaduživanja, pa je

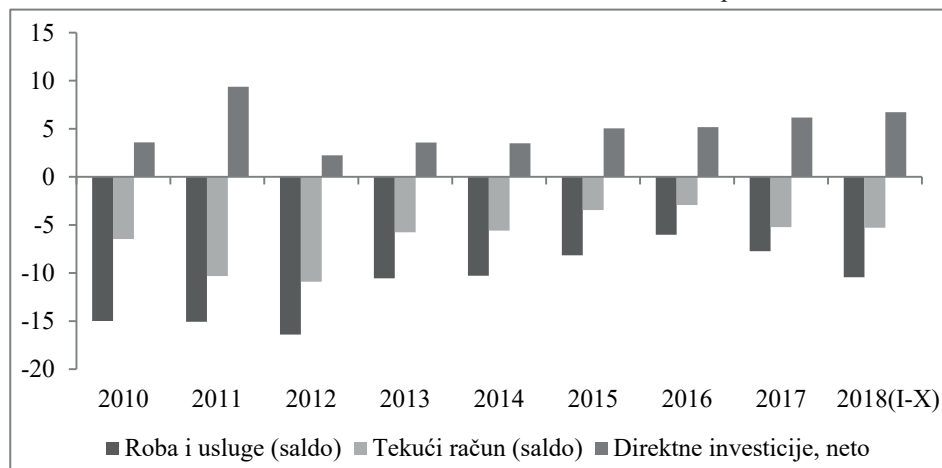
¹² Dominantan deo robne razmene Srbije s inostranstvom odnosi se na tržište Evropske unije (EU) (67% u prvih 11. meseci 2018 u izvozu i 60,6% u uvozu) (navedeno prema RZS (2018), str. 8). Stoga privredni rast i uvozna tražnja ovih zemalja opredeljuju mogućnosti rasta našeg izvoza na ova tržišta u narednim godinama. Mada pojava protekcionizma u svetskoj trgovini (pre svega na relaciji SAD-Kina i SAD-EU) do sada nije imala značajnijeg efekata na izvoz Srbije, ako se izuzme ograničen uticaj na izvoz čelika, na osnovu dosadašnjeg kretanja robne razmene nije moguće predvideti potencijalne efekte eventualnog produblivanja protekcionizma u svetskoj trgovini. Pre svega, zbog mogućih posledica na privredni rast EU i njenu uvoznu tražnju. Ako SAD uvedu carine na uvoz motornih vozila, direktne posledice na Srbiju bi bile male, jer izvoz ovih proizvoda u SAD čini oko 0,1% izvoza Srbije. Međutim, mogući pad izvoza evropskih proizvođača motornih vozila mogao bi da utiče na usporavanje privrednog rasta i uvozne tražnje u EU. To bi svakako moglo da se odrazi na naš izvoz u EU. Sem toga, usled potencijalnog pada proizvodnje motornih vozila kod evropskih proizvođača, moglo bi doći do pada izvoza domaćih preduzeća koja izvoze auto-komponente ovim proizvođačima automobila. Uprkos ovim rizicima, deluje ohrabrujuće to što Evropska centralna banka (ECB) u svojim makroekonomskim projekcijama iz decembra 2018. godine projektuje rast uvoza evrozona (uključujući intra trgovinu unutar ove integracije) u 2019. po stopi od 4,2%, što je znatno više od ocenjenog rasta uvoza u 2018. po stopi od 2,7% (videti <https://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/index.en.html>) [Pristupljeno: 02.01.2019]

spoljni dug zemlje umanjen u odnosu na raniji nivo. Značaj neto priliva SDI za pokriće deficita tekućeg računa može se sagledati u grafikonu 3.

Grafikon 3.

Tekući račun, saldo robe i usluga i neto direktne investicije Srbije

- u procentima od BDP-a



Izvor: https://www.nbs.rs/internet/cirilica/80/platni_bilans.html [Pristupljeno 12.12.2018. godine]

Udeo deficita robe i usluga u BDP-u Srbije je opadao u vremenskom intervalu 2012-2016. godine (grafikon 3). Zahvaljujući smanjivanju ovog udela (pre svega zbog porasta suficita u razmeni usluga) opadao je i udeo deficita tekućeg računa u BDP-u sa preko 10% u 2011. i 2012. na ispod 5% u 2015. i 2016. godini. Tendencija smanjivanja udela deficita robe i usluga u BDP-u, a time i smanjivanje udela deficita tekućeg računa, je prekinuta 2016. godine. Posmatrajući neto priliv SDI zapaža se trend rasta udela ovog priliva u BDP-u od 2012. godine. Neto priliv SDI od 2015. godine je veći od deficita tekućeg računa. Zahvaljujući toj činjenici, spoljni dug je isprva mirovao na dostignutom nivou, a u 2018. je umanjen i u apsolutnom iznosu. To nije bilo moguće postići bez ostvarenog neto priliva SDI. Međutim, pošto je deficit tekućeg računa počeo da se uvećava od 2016. godine, nameće se pitanje da li će neto priliv SDI i u narednim godinama biti dovoljan za pokriće rastućeg deficita tekućeg računa? Za sada nije moguće odgovoriti na ovo pitanje, jer su kretanja na međunarodnom tržištu kapitala pod značajnim uticajem mogućih šokova u svetskoj privredi¹³. Perspektive razmaha protekcionizma u međunarodnoj trgovini (pre svega na relaciji SAD-Kina), nedovoljan tempo rasta privrede EU, kao i zaoštavanje političkih odnosa u svetu, mogu značajno da poremete dinamiku međunarodnih tokova SDI. To bi se naravno odrazilo na neto priliv SDI u Srbiji. Svakako da bi najveći udarac predstavljao potencijalni neto odliv SDI.

¹³ *Global Financial Stability Report (GFSR)* iz oktobra 2018. godine skreće pažnju (p.4) na okolnost da su povećani globalni rizici za finansijsku stabilnost, zbog rastućih tenzija u zemljama sa tržištem u nastajanju i eskalacije trgovinskih tenzija. Mada se ocenjuje da su ovi rizici još uvek umereni, istovremeno se smatra da oni mogu značajno da se uvećaju.

3. DOHODAK STRANOG KAPITALA U SRBIJI

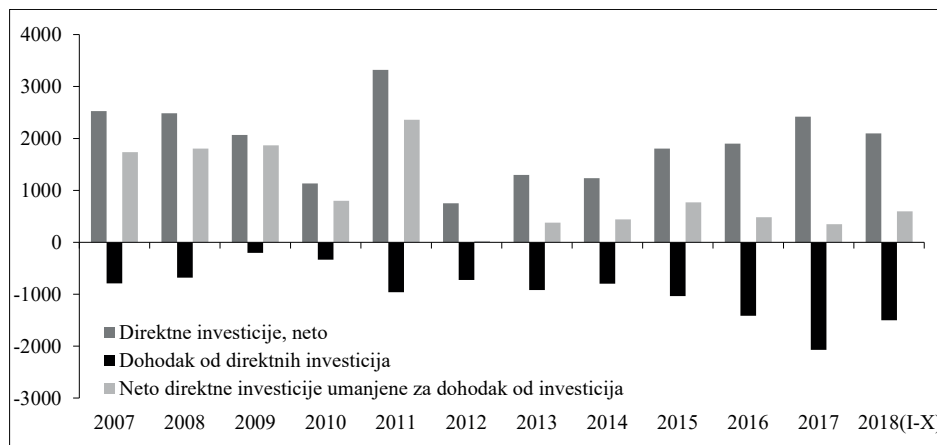
Mada je neto priliv SDI poželjna opcija za pokriće deficita tekućeg računa Srbije, ne sme se izgubiti iz vida činjenica da SDI generišu profite, koji se mogu izneti iz zemlje. Sa stanovišta platnog bilansa, odliv dividendi po osnovu SDI predstavlja pritisak u pravcu povećanja deficita tekućeg računa. Da bismo sagledali razmere dohotka¹⁴ (saldo prihoda i rashoda) od SDI poslužiće nam grafikon 4.

Dohodak od SDI, prema grafikonu 4, pokazuje rastući trend od 2012. godine. U meri porasta stoka SDI registruje se i rast godišnjeg dohotka po tom osnovu. Uočava se da je ovaj dohodak u 2017. prešao iznos od dve milijarde evra, a čak i veći iznos se očekuje u 2018. godini. Takođe se zapaža da je neto priliv SDI još uvek veći od ostvarenog dohotka po osnovu stanja SDI. Sve dok je neto priliv SDI veći od ostvarenog dohotka, SDI pozitivno deluju na platni bilans. Međutim, u momentu kada dohodak od SDI postane veći od iznosa neto priliva SDI, SDI počinju da ispoljavaju negativan uticaj na platni bilans. U slučaju Srbije još uvek se ostvaruje pozitivna razlika u korist neto priliva SDI, tako da ove investicije i dalje deluju pozitivno na platni bilans. Da bi se održala pozitivna razlika u narednim godinama, biće potrebno da se stalno uvećava neto priliv SDI, što svakako nije lak zadatak. To će predstavljati izuzetno veliki teret ako dođe do iznenadnih poremećaja u međunarodnim tokovima kapitala. Stoga je potrebno podsticati razvoj i investiranje domaćih MSP, kao i njihovo povezivanje sa stranim kompanijama posredstvom lanaca isporuke.

Grafikon 4.

Dohodak od direktnih investicija u Srbiji i neto priliv SDI

- u milionima evra



Izvor: https://www.nbs.rs/internet/cirilica/80/platni_bilans.html [Pristupljeno 12.12.2018]

Za uticaj SDI na platni bilans potrebno je analizirati strukturu dohotka od SDI (grafikon 5). U dohodak od direktnih investicija uključene su dividende i reinvestirana dobit kao

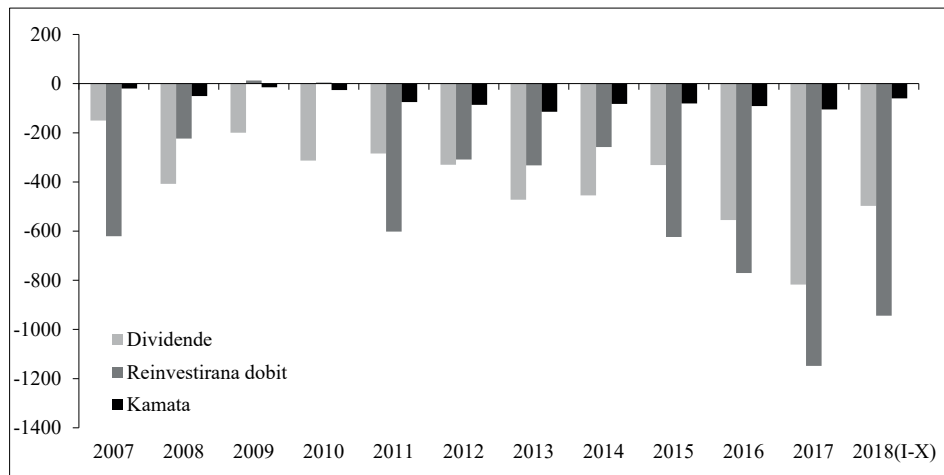
¹⁴ Svaka kategorija dohotka predstavlja razliku između prihoda i rashoda u okviru date kategorije. Prihodi potiču od domaćih investicija u inostranstvu, a rashodi od stranih investicija u našoj zemlji.

komponente dohotka vlasničkog kapitala, i kamata na međukompanijske zajmove. Reinvestirana dobit se u platnom bilansu knjiži na dva mesta: u računu primarnog dohotka, gde uvećava deficit tekućeg računa, i u finansijskom računu, gde se knjiži kao priliv – neto povećanje finansijskih obaveza. Očegledno je da prema metodologiji platnog bilansa, reinvestirana dobit od SDI ima neutralno dejstvo na platni bilans. Razlog zašto se ova komponenta dohotka SDI knjiži na dva mesta leži u tome što ona zapravo predstavlja zadržani dohodak u zemlji, koji je inače mogao da se transferiše u inostranstvo. Dakle, ova komponenta se ne odliva iz zemlje, već se knjiži kao neto priliv SDI u finansijskom računu platnog bilansa. Po osnovu ove komponente nema tokova kapitala između zemlje i inostranstva. Ova komponenta je uključena u dohodak od SDI jer to i jeste po svojoj suštini, i mogla je da se transferiše u inostranstvo. Da je transferisana, ona bi ostala samo u računu dohotka, odnosno računu primarnog dohotka tekućeg računa platnog bilansa, a ne bi se pojavila u finansijskom računu. U tom slučaju, ova komponenta dohotka SDI bi se knjižila kao dividenda, i predstavljala bi rashod u tekućem računu. Motivi stranih investitora da zadrže deo ostvarenog dohotka u zemlji u vidu reinvestirane dobiti vezuju se za potrebe proširenja proizvodnje, novog investiranja, ili potrebe za povećanjem obrtnog kapitala¹⁵.

Grafikon 5.

Struktura dohotka od direktnih investicija (dividende, reinvestirana dobit i kamata)

- u milionima evra



Izvor: https://www.nbs.rs/internet/cirilica/80/platni_bilans.html [Pristupljeno 12.12.2018]

Nezavisno od motiva vlasnika da reinvestiraju ostvarenu dobit, za naš platni bilans je to pozitivno, jer ne podrazumeva odliv sredstava po tom osnovu. Transfer kapitala u inostranstvo po ovom osnovu bi značio veću tražnju deviza na deviznom tržištu, što bi nametnulo potrebu intervencije Narodne banke Srbije u smislu prodaje deviza iz deviznih rezervi, kako bi sprečila preterane dnevne oscilacije deviznog kursa. S obzirom da je reinvestirana dobit u 2017. bila skoro 1,2 milijarde evra, nema sumnje da bi odliv ovog

¹⁵ Nguyen (2016) smatra da zadržana dobit predstavlja interno generisanje finansijskih resursa kao važan izvor finansiranja investicija za proširenje proizvodnih kapaciteta.

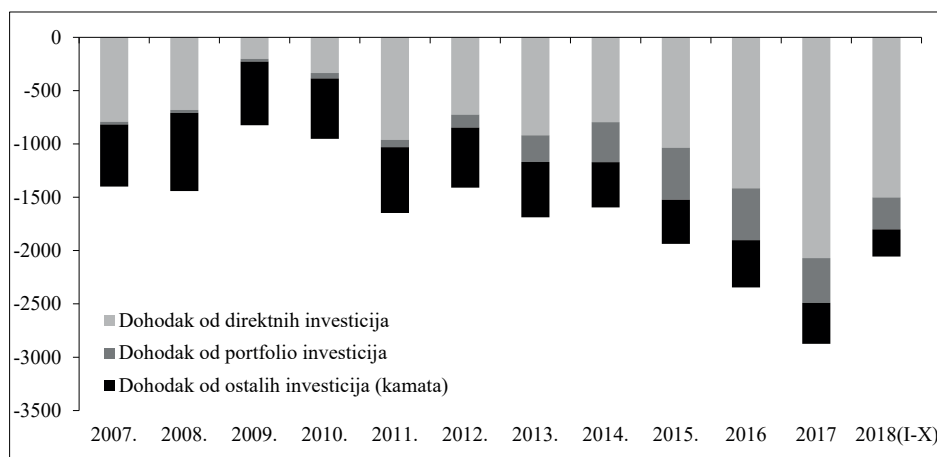
iznosa iz zemlje zahtevao intervenciju NBS na deviznom tržištu, ili novu pozajmicu na međunarodnom tržištu kapitala (ili kombinovano oba izvora). Reinvestiranje dobiti podrazumeva poreska oslobođanja. Ukoliko se ova sredstva koriste za uvoz opreme, takođe se primenjuje oslobođanje od plaćanja carine, a ukoliko se povećava zaposlenost, investitor može dobiti subvencije za nova radna mesta. Nesumnjivo je da su strani investitori višestruko podstaknuti da u zemlji zadrže što veći iznos ostvarenog dohotka, kao reinvestiranje ostvarene dobiti. Naravno, potrebno je imati u vidu da reinvestiranje dobiti u zemlji nije obaveza stranih investitora, i da oni imaju zakonska prava da je transferišu u inostranstvo shodno svojim namerama.

Dohodak od SDI nije jedina kategorija dohotka u računu primarnog dohotka. Naime, strani investitori stiču vlasništvo u našoj zemlji po osnovu portfolio i ostalih investicija (kamata na korišćene kredite). Imajući u vidu da i ovi oblici investiranja podrazumevaju sticanje dohotka koji se knjiži u računu primarnog dohotka platnog bilansa, potrebno je sagledati razmere ostvarenog dohotka po osnovu svih stranih investicija u privredi Srbije (videti grafikon 6).

Grafikon 6.

Dohodak od direktnih, portfolio i ostalih investicija u platnom bilansu Srbije

- u milionima evra



Izvor: https://www.nbs.rs/internet/cirilica/80/platni_bilans.html [Pristupljeno 12.12.2018]

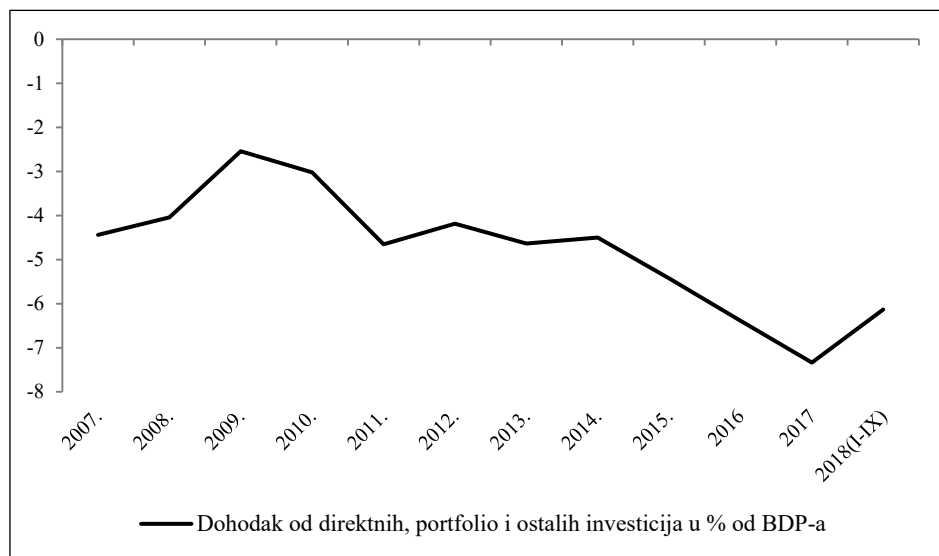
U grafikonu 6. se zapaža trend rasta ukupnog dohotka (razlika između prihoda i rashoda po svakoj posmatranoj kategoriji) koji se odliva iz domaće privrede (reinvestirana dobit, o kojoj je gore bilo više reči, ne odliva se). Značajan godišnji porast dohotka po osnovu stranog kapitala beleži se od 2015. godine. Dominantnu komponentu u strukturi ukupnog dohotka čini dohodak od direktnih investicija. Ukupan dohodak (razlika između prihoda i rashoda u okviru ove kategorije) u 2017. godini dostigao je skoro tri milijarde evra, a sličan iznos se može očekivati i u 2018. godini. Za razliku od 2009. i 2010. godine kad je kamata na strane kredite predstavljala dominantnu komponentu dohotka stranog kapitala u nas, kasnije se taj udeo smanjivao. Zasluga za to pripada veoma niskim kamatnim stopama na svetskom tržištu novca. Mada apsolutni iznos kamate iskazan u evrima stagnira

poslednjih godina zbog niskih kamatnih stopa, može se pretpostaviti da će u jednom momentu doći do pokretanja rasta kamatnih stopa u svetu¹⁶, i da će to usloviti porast iznosa kamate koji plaća naša zemlja na strane kredite. Takođe je relativno stabilan iznos kamate po osnovi portfolio investicija, i poslednjih nekoliko godina se kreće oko 500 miliona evra godišnje. Zaključak koji se nameće iz grafikona 6. odnosi se na ključnu ulogu dohotka po osnovi SDI u strukturi ukupnog dohotka stranog kapitala u nas. Sa porastom kamatnih stopa na svetskom tržištu novca može se očekivati rast dohotka (kamata) po osnovu spoljnog duga. Svakako se može predvideti dalji rast dohotka po osnovi SDI. To zapravo znači da će rast dohotka sve više opterećivati platni bilans, jer će se povećavati negativan saldo računa primarnog dohotka platnog bilansa Srbije. Istovremeno se može očekivati dalji rast udela dohotka po osnovu stranog kapitala u BDP-u Srbije (grafikon 7).

Grafikon 7.

Dohodak od direktnih, portfolio i ostalih investicija

- u % od BDP-a



Napomena: Stopa rasta BDP-a je izračunata na osnovu apsolutnih godišnjih vrednosti BDP-a iskazanih u evrima. S obzirom da je i dohodak iskazan u evrima, obezbeđena je uporedivost ove dve ekonomske veličine.

Izvor: https://www.nbs.rs/internet/cirilica/80/platni_bilans.html [Pristupljeno 12.12.2018]

U grafikonu 7. se uočava trend porasta udela dohotka od stranog kapitala u BDP-u Srbije od 2009. godine, pri čemu je tempo rasta pojačan od 2014. godine¹⁷. To zapravo znači da

¹⁶ Federal Reserve Board (FED) svoju monetarnu politiku u 2019. zasniva na projekciji realnog rasta BDP SAD u 2019. po stopi od 2,3%, pri čemu se predviđa prosečna vrednost referentne kamatne stope (*Federal funds rate*) u 2019. od 2,9% i 3,1% u 2020. godini (prosečna vrednost ove kamatne stope u 2018. je bila 2,4%) (FED, 2018) Referentna kamatna stopa Evropske centralne banke (*Euribor – Euro Interbank Offered Rate*) je krajem 2018. i dalje bila u zoni negativnih vrednosti (videti <https://www.euribor-rates.eu/euribor-rate-3-months.asp> [Pristupljeno: 02.01.2019]).

¹⁷ Dohodak stranog kapitala u grafikonu 7. je prikazan sa negativnim predznakom, jer to ukazuje na njegov potencijalni odliv iz domaće privrede. U slučaju kad se transferiše iz zemlje, ovaj dohodak uvećava negativan saldo tekućeg računa.

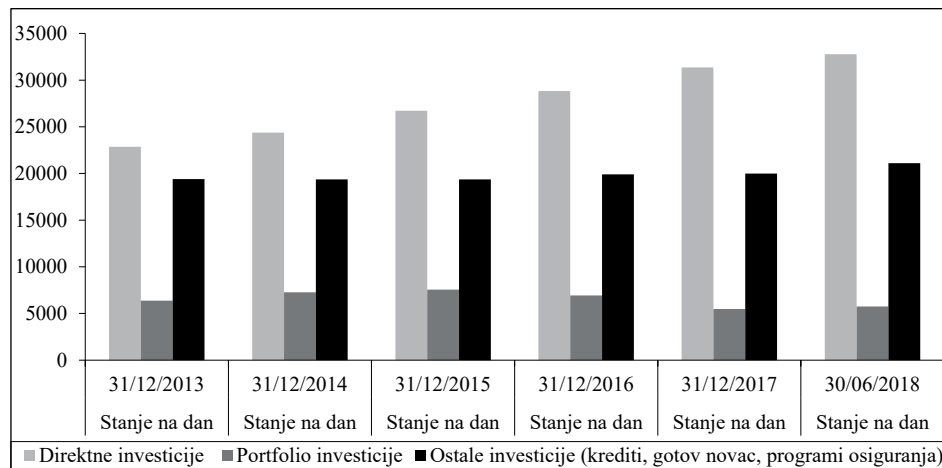
je porast ovog udela posledica dinamičnije stope rasta dohotka po osnovu stranog kapitala od stope rasta BDP-a. Ukoliko se i ubuduće nastavi formiranje raskoraka između ove dve stope, u korist dinamičnijeg rasta dohotka, može se očekivati dalji porast udela ovog dohotka u BDP-u. Pošto se radi o dohotku koji pripada strancima, nije nerealno očekivanje da će sve veći iznosi ovog dohotka biti transferisani u inostranstvo kao nagrada za angažovanje stranog kapitala u domaćoj privredi.

U meri porasta učešća stranog kapitala u domaćem BDP-u stoji sve manja moć domaće privrede za novo investiranje. Time se dolazi do teze po kojoj rastući fond stranog kapitala u domaćoj privredi može postati ograničavajući činilac privrednog rasta. Iz toga proističe i rizik da manja mogućnost izdvajanja za investicije može usporiti rast ukupne faktorske produktivnosti u nas, što može umanjiti profite kompanija u budućnosti. Jasan signal u tom pravcu mogao bi pokrenuti proces repatrijacije stranog kapitala i povlaćenje stranih investitora iz domaće privrede. Svakako reč je o nepovoljnom hipotetičkom scenariju koji može postati realnost ne samo zbog neizvesnosti u svetskoj privredi već i zbog rastućeg oslonca naše zemlje na strani kapital. Mera tog oslonca je stanje direktnih i portfolio investicija i stranih kredita u domaćoj privredi, prema međunarodnoj investicionoj poziciji Srbije (videti grafikon 8).

Grafikon 8.

Međunarodna investiciona pozicija Srbije (fond stranog kapitala), 2013-2018.

- u milionima evra



Izvor: https://www.nbs.rs/internet/cirilica/80/platni_bilans.html [Pristupljeno 12.12.2018]

Prema komponentama međunarodne investicione pozicije Srbije, u grafikonu 8. se uočava trend porasta stanja SDI od 2013. godine, stagnacija stanja stranih kredita i manji pad stanja portfolio investicija od 2015. godine. Zahvaljujući porastu stanja SDI u porastu je ukupan iznos angažovanog stranog kapitala u privredi Srbije. Rastući fond stranog kapitala predstavlja osnovu za rast dohotka po osnovu ovog kapitala u narednim godinama. Kretanje neto međunarodne investicione pozicije Srbije prikazano je na grafikonu 9.

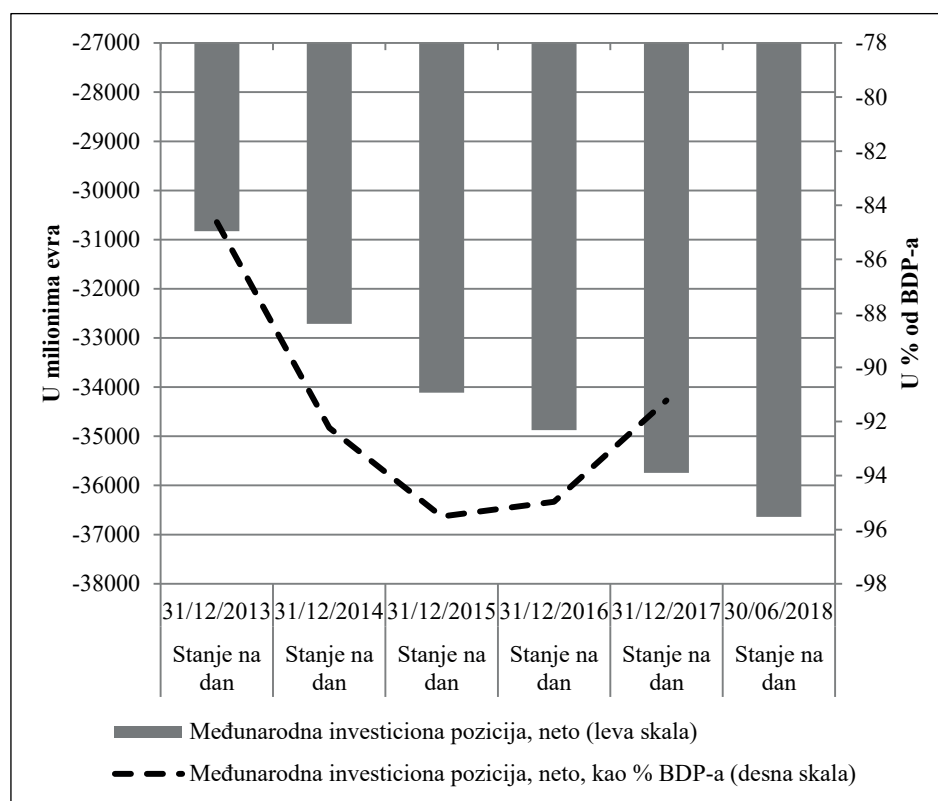
Neto međunarodna investiciona pozicija Srbije sredinom 2018. je iznosila 36,6 milijardi evra i pokazuje kontinuirani rast od 2013. godine, kad je iznosila 30,8 milijardi evra. Glavni doprinos rastu negativne neto međunarodne investicione pozicije poslednjih nekoliko godina daju SDI. Paralelno sa porastom stanja neto međunarodne investicione pozicije, sve do 2015. je rastao udeo ovog stanja u BDP-u (u 2015. udeo je iznosio 95,5%). Od 2015. se beleži opadajuća vrednost ovog koeficijenta, tako da je on 2017. iznosio 91,2%. Ostvareni pad je posledica snažnijeg rasta BDP-a nego što je bio rast neto međunarodne investicione pozicije.

Kao neto međunarodni dužnik, naša zemlja ispoljava visoku osetljivost na eventualno iznenadno povlačenje stranog kapitala. Isto tako, mogući poremećaji na svetskom tržištu u vidu jačanja protekcionizma ili izbijanje finansijske krize, kao što je to bio slučaj 2007-2008. godine, verovatno bi nepovoljno uticali na neto priliv kapitala u zemlje u razvoju i zemlje sa tržištem u nastajanju. Nije potrebno posebno dokazivati da bi se posledice osetile i u Srbiji.

Grafikon 9.

Neto međunarodna investiciona pozicija Srbije

- u milionima evra i % od BDP-a



Izvor: https://www.nbs.rs/internet/cirilica/80/platni_bilans.html [Pristupljeno 12.12.2018]

Otežani priliv SDI, kao i eventualno povlačenje stranog kapitala iz Srbije, narušilo bi pretpostavku održivosti platnog bilansa Srbije u granicama deficita tekućeg računa od oko 5%. Naime, ovaj iznos deficita se može smatrati održivom, polazeći od tekućih performansi našeg platnog bilansa. Neželjeni scenariji ovog tipa naglašavaju potrebu daljeg povećanja izvoza robe i usluga, kako bi se deficit tekućeg računa držao pod kontrolom.

4. ZAKLJUČAK

Priliv SDI višestruko je značajan za privredu Srbije. Istaknuta je uloga neto priliva SDI za pokriće deficita tekućeg računa. Poslednjih nekoliko godina celokupan iznos ovog deficita se pokriva neto prilivom SDI. Zahvaljujući tome, nivo spoljnog duga je stabilizovan, a u 2018. čak je i smanjen. Drugi kanal pozitivnog uticaja SDI na privredu Srbije ogleda se u tome što se poslednjih godina preovlađujući deo neto priliva SDI usmerava u sektore razmenljivih dobara. Zahvaljujući tome, robni izvoz Srbije sledi stazu stabilnog rasta. Treće područje delovanja SDI je angažovanje domaćih MSP kao isporučilaca delova i komponenti za njihovu proizvodnju. Na taj način se povećava udeo dodate vrednosti u ceni finalnog proizvoda. Sem toga, domaći isporučioци delova i komponenti mogu da jedan deo svoje proizvodnje izvezu u inostranstvo. Povezano sa ovim vidom angažovanja kompanija u stranom vlasništvu je i transfer savremene tehnologije za proizvodnju komponenti. Najuočljiviji primer te vrste je domaća proizvodnja delova i komponenti za proizvođače automobila. Imajući u vidu ove pozitivne efekte SDI u domaćoj privredi, potrebno je sve više usmeravati nove SDI u sektore koji proizvode razmenljiva dobra. Povećanje robnog izvoza je neophodno kako bi se smanjio deficit robne razmene, koji u značajnoj meri generiše deficit tekućeg računa. Međutim, kontinuiran neto priliv SDI u domaću privredu ima za rezultat porast fonda SDI u našoj zemlji. Usled toga, iz godine u godinu se povećava dohodak stranog kapitala. Za sada se značajan deo ovog dohotka zadržava u zemlji u vidu reinvestirane dobiti. Međutim, ako izostane reinvestiranje, može se očekivati transfer ovog dela dohotka u inostranstvo. U tom slučaju se javlja dodatni pritisak na uvećanje deficita tekućeg računa. Na taj način naša zemlje postaje osetljiva na iznenadne preokrete u percepciji stranih investitora, koji se mogu odlučiti za transfer celokupnog iznosa ostvarene dobiti, pa i eventualno povlačenje kapitala. Zbog toga je važno da zemlja poseduje odgovarajuće amortizere u vidu raspoloživih deviznih rezervi, koji se mogu iskoristiti ako nastupe iznenadni preokreti u tokovima kapitala. Nalazi u ovom radu pokazuju da je potrebno stimulisati strane investitore na investiranje u izvozne sektore. I ostale mere ekonomske politike treba koncipirati sa istim ciljem. Paralelno treba nastojati da se povećava udeo domaće dodate vrednosti u ceni izvoznih proizvoda, kako kroz podsticanje transfera tehnologije domaćim MSP, tako i preko uključivanja domaćih MSP u globalne lance vrednosti. Dalje unapređenje investicionog ambijenta je značajna karika u procesu integrisanja domaće privrede u svetske tokove robe i kapitala.

LITERATURA

- Antràs, P. and Yeaple, S.R. (2014), „Multinational Firms and the Structure of International Trade“, *Handbook of International Economics*, Vol. 4, pp. 55130. <https://doi.org/10.1016/B978-0-444-54314-1.00002-1>
- Chakrabarti, A. (2001), „The Determinants of Foreign Direct Investments: Sensitivity Analyses of Cross-Country Regressions“, *Kyklos*, Vol. 54(1), pp. 89114. [https://doi.org/10.1016/S2212-5671\(14\)00341-4](https://doi.org/10.1016/S2212-5671(14)00341-4)

- Deringer, H. et al. (2018), „The Economic Impact of Local Content Requirements: A Case Study of Heavy Vehicles“, ECIPE Occasional Paper, 1. <https://ecipe.org/wp-content/uploads/2018/01/LCR-Paper-final-2-KL.pdf>
- Ekholm, K. et al. (2007), „Export-platform foreign direct investment“, *Journal of the European Economic Association*, Vol. 5(4), pp. 776795. <https://doi.org/10.1162/JEEA.2007.5.4.776>
- FED (2018), *Economic projections of Federal Reserve Board members and Federal Reserve Bank presidents under their individual assessments of projected appropriate monetary policy*, December 2018, <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcproptabl20181219.pdf> [Pristupljeno: 02.01.2019]
- Forbes, K.J. and Warnock, F. (2012), „Capital Flow Waves: Surges, Stops, Flight and Retrenchment“, NBER Working Paper 17351, www.nber.org/papers/w17351 [Pristupljeno: 28.12.2018] https://doi.org/10.1007/978-3-319-66520-7_15
- Harding, T. and Javorcik, B.S. (2012), „Foreign Direct Investment and Export Upgrading“, *The Review of Economics and Statistics*, 94(4), pp. 964–980.
- IMF (2018), *Global Financial Stability Report: A Decade after the Global Financial Crisis: Are We Safer?*, International Monetary Fund, Washington, DC.
- Krauthaim, S. (2013), „Export-supporting FDI“, *Canadian Journal of Economics/Revue canadienne d'économique*, Vol. 46(4), pp. 15711605. <https://ssrn.com/abstract=2785349>
- Lanz, R. and Piermartini, R. (2018), „Specialization within Global Value Chains: The Role of Additive Transport Costs“, World Trade Organization, Geneva, Staff Working Paper ERSD-2018-05.
- Moran, Th.H. (1998), *Foreign Direct Investment and Development: The New Policy for Developing Countries and Economies in Transition*, Institute for International Economics, Washington, DC.
- Nguyen, T.K.Q. (2016), „Determinants of Reinvested Earnings of Multinational Subsidiaries in Emerging Economies“, In: Tuselmann, H. et al. (eds.) *Impact of International Business: Challenges and Solutions for Policy and Practice*, Palgrave Macmillan, UK, pp. 43-61. DOI: 10.1007/978-1-137-56946-2
- OECD (2016), „The economic impact of local content requirements“, <https://www.oecd.org/tad/policynotes/economic-impact-local-content-requirements.pdf> [Pristupljeno 29.12.2018]
- RZS (2019), *Saopštenje* br. 355 od 28.12.2018. <http://www.stat.gov.rs/> [Pristupljeno 1.01.2019]
- UNCTAD (2002), *World Investment Report 2002: Transnational Corporations and Export Competitiveness*, UN, New York. https://unctad.org/en/Docs/wir2002_en.pdf [Pristupljeno 29.12.2018]
- Wang, F. and Su, J.L.C. (2017), „Outward Foreign Direct Investment and Export Performance in China“, *Canadian Public Policy*, Vol. 43, No. S2, pp. S72-S87, DOI: 10.3138/cpp.2016-073
- World Bank Group (2017), *Maximizing Potential Benefits of FDI for Competitiveness and Sustainable Development: World Bank Group Report on Investment Policy & Promotion Diagnostics and Tools*, The World Bank, Washington, DC.
- WTO (2018), *World Trade Report 2018: The future of world trade: How digital technologies are transforming global commerce*, World Trade Organization, Geneva.