

UTICAJ STRANIH DIREKTNIH INVESTICIJA NA TEKUĆI RAČUN SRBIJE

By Srđan Boljanović - II provera

**DOKTORSKA DISERTACIJA****UTICAJ STRANIH DIREKTNIH INVESTICIJA NA TEKUĆI
RAČUN SRBIJE****Mentor:****Prof. Miroljub Hadžić****Student:****Srdan Boljanović****Beograd, 2016**

SADRŽAJ

UVOD	14
1. UZROCI DEFICITA TEKUĆEG RAČUNA U ZEMLJAMA CENTRALNE I ISTOČNE EVROPE	26
1.1. Bruto investicije u zemljama centralne i istočne Evrope	30
1.2. Javna i privatna štednja u zemljama centralne i istočne Evrope	35
2. UTICAJ STRANIH DIREKTNIH INVESTICIJA NA FINANSIRANJE I ODRŽIVOST DEFICITA TEKUĆEG RAČUNA SRBIJE	49
2.1. Strane direktne investicije kao izvor finansiranja deficita tekućeg računa Srbije	52
2.2. Održivost deficita tekućeg računa Srbije	60
2.3. Analiza srednjoročne i dugoročne održivosti deficita tekućeg računa Srbije	76
2.3.1. Merenje održivosti deficita tekućeg računa Srbije korišćenjem MFR metodologije	76
2.3.2. Merenje održivosti deficita tekućeg računa Srbije korišćenjem Reisen metodologije	81
3. UTICAJ STRANIH DIREKTNIH INVESTICIJA NA SPOLNOTRGOVINSKI BILANS SRBIJE	87
3.1. Strane direktne investicije i transfer tehnologije	111
3.1.1. Demonstracioni efekat	115
3.1.2. Vertikalno povezivanje	118
3.1.3. Obuka zaposlenih u stranim afilijacijama	121
3.1.4. Efekat konkurencije	124
3.1.5. Transfer tehnologije u Srbiji	125
3.2. Obezbeđenje pristupa međunarodnim tržištima putem stranih direktnih investicija	134
3.3. Uticaj stranih direktnih investicija na promenu strukture i specijalizaciju uvoza i izvoza	139
3.4. Uticaj stranih direktnih investicija na apresijaciju deviznog kursa	158
4. UTICAJ STRANIH DIREKTNIH INVESTICIJA NA SRPSKU INDUSTRIJU	167
4.1. Pregled literature o empirijskim istraživanjima efekata preliivanja	167
4.2. Uticaj stranih direktnih investicija na izvoz Srbije	171
4.3. Istraživanje uticaja stranih direktnih investicija na efekte preliivanja na mikro nivou	180
5. UTICAJ STRANIH DIREKTNIH INVESTICIJA NA RAČUN DOHOTKA SRBIJE	193
5.1. Uticaj operacija sterilizacije Narodne banka Srbije na profitabilnost banaka i račun dohotka Srbije	210
6. UTICAJ STRANIH DIREKTNIH INVESTICIJA NA TEKUĆI RAČUN PREKO KANALA ZAJEDNIČKOG ZAJMODAVCA	219
6.1. Kanal zajedničkog zajmodavca kao izvor finansijske zaraze	224
6.2. Analiza strukture potraživanja stranih banaka prema zemljama Jugoistočne Evrope	232
6.3. Merenje izloženosti kanalu zajedničkog zajmodavca zemalja Jugoistočne Evrope	246
ZAKLJUČAK	270
LITERATURA	281

SPISAK TABELA

Tabela 1: Kumulativni nivo stranih direktnih investicija u određenim grupama zemalja, u milionima USD, 1990 – 2014, str.54.

Tabela 2 : Ukupni prilivi od privatizacije i kumulativni nivo stranih direktnih investicija u zemljama centralne i istočne Evrope, u milionima USD, 1990 – 2009, str.55.

Tabela 3: Udeo neto priliva stranih direktnih investicija u finansiranju deficita tekućeg računa zemalja jugoistočne Evrope, 2010 -2014, str.58.

Tabela 4: Indeksi performansi stranih direktnih investicija u zemljama centralne i istočne Evrope, 2012-2014, str.59.

Tabela 5: Bilansi tekućih računa zemalja centralne i istočne Evrope, u % BDP-a, 2005-2014, str.61.

Tabela 6: Kretanje tržišnog i realnog deviznog kursa dinara prema evru, 2001-2014, str.65.

Tabela 7: Indikatori eksterne solventnosti tranzicionih zemalja centrale i istočne Evrope, 2009 – 2013, str.68-69.

Tabela 8: Indikatori eksterne likvidnosti tranzicionih zemalja centrale i istočne Evrope, 2010 – 2014, str.70.

Tabela 9: Stepen otvorenosti tranzicionih zemalja jugoistočne i centralne Evrope, 2012 -2014, str.72.

Tabela 10: Održivost deficita tekućeg računa Srbije po MFR metodologiji, str.79.

Tabela 11: Pretpostavke za izračunavanje održivosti deficita tekućeg računa zemalja jugoistočne Evrope (MFR metodologija), str.79.

Tabela 12: Održivost deficita tekućeg računa zemalja jugoistočne Evrope po MFR metodologiji, str.80.

Tabela 13: Pretpostavke za izračunavanje održivosti deficita tekućeg računa Srbije po modifikovanoj Reisen metodologiji, str.82.

Tabela 14: Održivost deficita tekućeg računa Srbije po modifikovanoj Reisen metodologiji, str.83.

Tabela 15: Pretpostavke za izračunavanje održivosti deficita tekućeg računa zemalja jugoistočne Evrope (modifikovana Reisen metodologija), str.84.

Tabela 16: Održivost deficita tekućeg računa zemalja jugoistočne Evrope po modifikovanoj Reisen metodologiji, str.84.

Tabela 17: Uticaj različitih vrsta stranih direktnih investicija na spoljnotrgovinski bilans, str.98.

Tabela 18: Prosečne mesečne bruto plate, za ¹⁵ zemlje centralne i istočne Evrope, u 2014.godini, str.102.

Tabela 19: Najveće strane direktne investicije u Srbiji, 2000-2011, str.103.

Tabela 20: Najveći uvoznici i izvoznici među preduzećima sa stranim vlasništvom u Srbiji, u 2014.godini, str.106.

Tabela 21: Uvoz i izvoz po osnovu sektorske distribucije na nivou kompletnog uzorka, str.107.

Tabela 22: Klasifikacija preduzeća u zavisnosti od vrste proizvoda, str.108.

Tabela 23: Starosni profil industrijske opreme SSSR-a, 1970 – 1990, str.112.

Tabela 24: Iznos troškova po osnovu naknada za franšizing i lizing, u milionima USD, u 2014.godini, str.127.

Tabela 25 : Sektorska distribucija SDI po osnovu tehnološke strukture, 2004-2014, str.128.

Tabela 26: Porez na dobit preduzeća u zemljama centralne i istočne Evrope, decembar 2015, str.138.

¹
Tabela 27: Tehnološka struktura kumulativnog nivoa stranih direktnih investicija u prerađivačkoj industriji Srbije i Mađarske, str.141.

Tabela 28: Struktura izvoza Mađarske po glavnim sektorima SMTK, rev.4, 1990-2014, str.142.

Tabela 29: Struktura uvoza Mađarske po glavnim sektorima SMTK, rev.4, 1990-2014, str.143.

¹
Tabela 30: Struktura izvoza Srbije po glavnim sektorima SMTK, rev.4, 1990-2014, str. 144.

¹
Tabela 31: Struktura uvoza Srbije po glavnim sektorima SMTK, rev.4, 1990-2014, str.145.

⁸
Tabela 32: 10 grupa proizvoda SMTK sa najvećim udelom u ukupnom izvozu Mađarske, str.150.

Tabela 33: 10 grupa proizvoda SMTK sa najvećim udelom u ukupnom izvozu Srbije, str.152.

¹
Tabela 34: Učešće 10 grupa proizvoda sa najvećim udelom u izvozu (2014.godine) u ukupnoj svetskoj trgovini, str.153.

¹
Tabela 35: Indeksi koncentracije i diverzifikacije izvoza tranzicionih zemlje centralne i istočne Evrope, str.155.

⁹
Tabela 36: Kamatne stope zemalja centralne i istočne Evrope, u 2014. godini, str.164.

²⁷
Tabela 37: Rang zemalja centralne i istočne Evrope po osnovu GIK-a, str.166.

Tabela 38: Istraživanja horizontalnih i vertikalnih efekata prelivanja putem SDI, str.169-170.

Tabela 39: Prikaz prosečnih vrednosti varijabli po granama industrije, str.176.

Tabela 40: Korelacije varijabli, str.178.

Tabela 41: Rezultati procene modela, str.141.

Tabela 42: Struktura zbirnog tekućeg računa za grupu zemalja centralne Evrope i baltičkog regiona (2000-2013) i za grupu zemalja Jugoistočne Evrope (2004-2013), u milionima EUR, str.194-195.

Tabela 43: Struktura računa dohotka grupe zemalja centralne Evrope i baltičkog regiona (2000-2013) i grupe zemalja Jugoistočne Evrope (2004-2013), u milionima EUR, str.198.

Tabela 44: Struktura dohotka od direktnih investicija za grupu zemalja centralne Evrope i baltičkog regiona (2000-2013) i grupu zemalja Jugoistočne Evrope (2004-2013), u milionima EUR, str.200-201.

Tabela 45: Analiza dohotka po jedinici kumulativnog nivoa za grupu zemalja centralne Evrope i baltičkog regiona (2000-2013) i grupu zemalja Jugoistočne Evrope (2007-2013), u milionima EUR, str.206.

Tabela 46: Bilans računa dohotka Srbije, 2002-2014, str.207.

Tabela 47: Struktura računa dohotka Srbije, u milionima EUR, 2007-2014, str.208.

Tabela 48: Struktura dohotka od direktnih investicija Srbije, u milionima EUR, 2007-2014, str.209.

Tabela 49: Doprinosi odliva kapitala po osnovu ukupnih plaćanja filijala stranih banaka prema inostranstvu deficitu tekućeg računa, u milionima EUR, 2007 – 2015, str.217-218.

Tabela 50: Rast značaja stranih banaka u bankarskom sektoru zemalja Jugoistočne Evrope, 1999 – 2008, str.225.

Tabela 51: Potraživanja stranih banaka na bazi neposrednog dužnika, u milijardama USD, str.234.

Tabela 52: Potraživanja stranih banaka na bazi neposrednog dužnika u relativnom smislu, str.235.

Tabela 53: Potraživanja stranih banaka na bazi ultimativnog rizika, u milijardama USD, str.236.

Tabela 54: Potraživanja stranih banaka na bazi ultimativnog rizika u relativnom smislu, str.237.

Tabela 55: Potraživanja stranih banaka prema zemljama Jugoistočne Evrope, str.239.

Tabela 56: Potraživanja stranih banaka prema geografskom poreklu, u % ukupnih stranih potraživanja, u 2016.godini, str.240.

Tabela 57: Potraživanje stranih banaka iz zemalja zajedničkih zajmodavaca, str.242.

Tabela 58: Ročna struktura internacionalnih potraživanja stranih banaka, str.243.

Tabela 59: Sektorska struktura potraživanja stranih banaka, str.244.

Tabela 60: Relativna zavisnost zemalja Jugoistočne Evrope, str.248.

Tabela 61: Apsolutna zavisnost zemalja Jugoistočne Evrope, str.249.

Tabela 62: Relativna izloženost zajedničkog zajmodavca prema zemljama Jugoistočne Evrope, str.251.

Tabela 63: Apsolutna izloženost zajedničkog zajmodavca prema zemljama Jugoistočne Evrope, str.251-252.

Tabela 64: Indeks CRS zemalja Jugoistočne Evrope, jun 2016.godine, str.253-254.

Tabela 65: Indeks I¹ zemalja Jugoistočne Evrope, jun 2016.godine, str.256-267.

Tabela 66: Indeks I² zemalja Jugoistočne Evrope, jun 2011.godine, str.259.

Tabela 67: Indeks diverzifikacije bankarskih sektora zemalja Jugoistočne Evrope, 2016.godine, str.262.

Tabela 68: Indeksi izloženosti regionalnoj zarazi zemalja Jugoistočne Evrope, str.264.

Tabela 69: Indeksi zajedničkog kreditora za zemlje Jugoistočne Evrope, 2016.godine, str.266.

Tabela 70: Prosečna vrednost indeksa zajedničkog kreditora za zemlje Jugoistočne Evrope, 2016.godine, str.267.

SPISAK GRAFIKONA

Grafikon 1: Promena nivoa industrijske proizvodnje, zaposlenosti i produktivnosti u zemljama centralne i istočne Evrope, 1989-1997, str.27.

Grafikon 2: Prosečni deficit tekućeg računa u zemljama jugoistočne Evrope, 1990 -2014, str.28.

Grafikon 3: Poređenje nivoa bruto investicija u različitim regionima, u % BDP, 1985-2015, str.31.

Grafikon 4: Odnos između deficita tekućeg računa i nivoa bruto investicija u zemljama centralne i istočne Evrope, 2005-2014, str.32.

Grafikon 5: Odnos između priliva SDI i nivoa bruto investicija u zemljama centralne i istočne Evrope, 2005-2014, str.35.

Grafikon 6: Poređenje nivoa domaće štednje u različitim regionima, u % BDP, 1985-2015, str.36.

Grafikon 7: Poređenje prosečnih budžetskih deficita, u % BDP, 2000-2015, str.38.

Grafikon 8: Odnos između prosečnih deficita tekućeg računa i prosečnih deficita budžeta za zemlje centralne i istočne Evrope, 2005-2014, str.39.

Grafikon 9: Kretanje nivoa privatne potrošnje u različitim regionima, u % BDP, 1990-2013, str.40.

Grafikon 10: Sektorska distribucija SDI u jugoistočnoj Evropi, u 2009.godini, str.45.

Grafikon 11: Udeo stranih banaka u ukupnoj bankarskoj aktivni u zemljama centralne i istočne Evrope, 2000 – 2006, str.45.

Grafikon 12: Prosečan udeo domaćih kredita ka privatnom sektoru u % BDP, u zemljama jugoistočne Evrope, 2001-2014, str.46.

Grafikon 13: Udeo dodate vrednosti industrijskog sektora u bruto domaćem proizvodu, u zemljama centralne i istočne Evrope, 1991-2014, str.48.

Grafikon 14: Finansiranje deficita tekućeg računa Srbije, 2007-2014, str.57.

Grafikon 15: Doprinosi godišnjem rastu BDP-a Srbije, 2005-2014, str.64.

Grafikon 16: Struktura spoljnog duga Srbije na dan 31.3.2014, str.67.

Grafikon 17: Realna kamatna stopa na globalnom nivou, 2006 – 2016, str.75.

Grafikon 18: Kretanje prosečnih spoljnotrgovinskih bilansa, u milionima USD, 1990-2013, str.88.

Grafikon 19: Kretanje uvoza i izvoza robe i usluga Republike Srbije, u milionima evra, 2000-2013, str.89.

Grafikon 20: Odnos između stepena otvorenosti ekonomije i kumulativnog nivoa stranih direktnih investicija, za zemlje centralne i istočne Evrope, u 2014.godini, str.91.

Grafikon 21: Odnos između kumulativnog nivoa stranih direktnih investicija i spoljnotrgovinskog bilansa, za zemlje centralne i istočne Evrope, u 2014.godini, str.93.

Grafikon 22: Struktura kumulativnog nivoa stranih direktnih investicija u Srbiji, na dan 31.12.2014, str.99.

Grafikon 23: Odnos između “nerazmenljivih” SDI i uvoza, za zemlje centralne i istočne Evrope, u 2014.godini, str.101.

Grafikon 24: Odnos između “razmenljivih” SDI i izvoza robe i usluga, za zemlje centralne i istočne Evrope, u 2014.godini, str.104.

Grafikon 25: Sektorska distribucija najvećih uvoznika i izvoznika, str.107.

Grafikon 26: Kretanje uvoza i izvoza robe i usluga kupljenih i privatizovanih preduzeća, str.109.

Grafikon 27: Kretanje uvoza i izvoza robe i usluga greenfield investicija, str.110.

Grafikon 28 : Kretanje produktivnosti u industriji Srbije, 1981-2014, str.130.

Grafikon 29 : Strana direktna ulaganja prema kreditnom rejtingu zemlje, str.132.

Grafikon 30: Značaj stranih afilijacija u svetskoj trgovini, u bilionima USD, 1990-2015, str.134.

Grafikon 31: Izvoz Mađarske u periodu od 1989-1997.godine, u milijardama dolara, str.140.

Grafikon 32: Tehnološka struktura izvoza Mađarske i Srbije, 1995 – 2014, str.146.

Grafikon 33: Faktorska intenzivnost izvoza prerađivačke industrije Mađarske i Srbije, 1995 – 2014, str.148.

Grafikon 34: Nominalna vrednost ukupno prodatih hartija od vrednosti od strane NBS putem reverznih repo transakcija, u milijardama dinara, 2006 – 2016, str.160.

Grafikon 35: Kretanje kursa dinara prema evru, 2005-2016, str.163.

Grafikon 36: Izvoz i kumulativni nivo stranih direktnih investicija u milionima dinara, 2006-2013, str.173.

Grafikon 37: Izvoz, bruto investicije, produktivnost, realni efektivni devizni kurs, jedinični troškovi rada u milionima dinara i indeksima, 2006-2013, str.174.

Grafikon 38: Prosečna procentualna promena broja radnika, str.181.

Grafikon 39: Prosečna procentualna promena prihoda od prodaje, str.182.

Grafikon 40: Prosečna procentualna promena produktivnosti, str.184.

Grafikon 41: Prosečna procentualna promena neto profita, str.187.

Grafikon 42: Prosečna promena stope prinosa na sopstveni kapital, str.189.

Grafikon 43: Prosečna promena stope prinosa na aktivu, str.190.

Grafikon 44: Udeo trgovinskog deficita i deficita računa dohotka u deficitu tekućeg računa za grupu zemalja centralne Evrope i baltičkog regiona, 2000-2013, str.196.

Grafikon 45: Udeo trgovinskog deficita i deficita računa dohotka u deficitu tekućeg računa za grupu zemalja jugoistočne, 2004-2013, str.196.

Grafikon 46: Odnos između kumulativnog nivoa SDI i deficita računa dohotka zemalja centralne i istočne Evrope, 2010-2013, str.199.

Grafikon 47: Kretanje priliva po osnovu SDI i odliva po osnovu dividendi u zemljama centralne Evrope, u milionima EUR, 2000-2013, str.204.

Grafikon 48: Obim sterilizacije instrumentima monetarne politike, u milijardama RSD, 2010-2015, str.210.

Grafikon 49: Kamatne stope koje se primenjuju u slučaju glavnih operacija koje sprovodi CB, 2006-2016, str.212.

Grafikon 50: Stanje prodatih hartija od vrednosti – diskontni iznos, u milijardama dinara, 2006-2015, str.213.

Grafikon 51: Profiti banaka po osnovu reverznih repo operacija i ukupan profit banaka, u milijardama dinara, 2006-2015, str.214.

Grafikon 52: Udeo profita po osnovu reverznih repo operacija u ukupnom profitu ostvarenog na nivo celog bankarskog sektora, 2006-2015, str.215.

SPISAK SLIKA

Slika 1: Uticaj priliva stranog kapitala na devizni kurs i kamatne stope, str.158.

Slika 2: Finansijski ciklus strane direktne investicije, str.202.

Slika 3: Problem u afilijaciji kao uzrok širenja finansijske zaraze, str.230.

Slika 4: Preispitivanje izloženosti matične banke prema svojoj afilijaciji kao uzrok širenja finansijske zaraze, str.231.

REZIME

Uticaj stranih direktnih investicija na tekući račun je kompleksan, može biti pozitivan i negativan u zavisnosti od kumulativnog nivoa investicija i njihove sektorske distribucije. U disertaciji je prezentovana teorijska i empirijska analiza uticaja stranih direktnih investicija na spoljnotrgovinski bilans i račun dohotka Srbije, sa posebnim naglaskom na uticaj na srpsku prerađivačku industriju. Takođe, izvršena je analiza uticaja stranih direktnih investicija na transfer tehnologije u Srbiji, obezbeđenje pristupa međunarodnim tržištima, uticaja na promenu strukture i specijalizaciju uvoza i izvoza, kao i uticaja na apresijaciju deviznog kursa. Disertacija se bavi i istraživanjem uzroka pojave deficita tekućeg računa u zemljama centralne i istočne Evrope, kao i istraživanjem uticaja stranih direktnih investicija na održivost deficita tekućeg računa, s obzirom da strane direktne investicije predstavljaju važan izvor za finansiranje deficita tekućeg računa i mogu stvoriti uslove za pojavu finansijske zaraze po osnovu različitih kanala.

Ključne reči: strane direktne investicije, tekući račun, spoljnotrgovinski bilans, račun dohotka

APSTRACT

The impact of foreign direct investment on the current account is complex, it can be positive or negative depending on the cumulative level of investment and its sectoral distribution. In the thesis, theoretical and empirical analysis of the impact of FDI on the trade balance and the income account of Serbia was presented, with special emphasis on the impact on Serbian manufacturing industry. Also, an analysis of the impact of foreign direct investment on the transfer of technology in Serbia, providing access to international markets, the impact on the structure and specialization of exports and imports, as well as the impact on the appreciation of the exchange rate. Study of the causes of the current account deficit in the countries of Central and Eastern Europe was presented in the dissertation, as well as exploration of the impact of foreign direct investment in the sustainability of the current account deficit, given that foreign direct investment is an important source of financing of the current account deficit and can create conditions for the emergence of financial contagion based on different channels.

Keywords: foreign direct investment, current account, trade balance, income account

UVOD

„Verujte onima koji tragaju za istinom.

Sumnjajte u one koji su je našli.“

Andre Gide, dobitnik Nobelove nagrade za književnost

Kriza kapitalizma, koja se ogleda u porastu siromaštva, gladi, nezaposlenosti kao i enormnom trošenju prirodnih resursa, zagađivanju čovekove okoline, uništavanju biljnog i životinjskog sveta i klimatskim promenama, prisutna je od samog nastanka ovog društveno-ekonomskog sistema. Ovakve negativne pojave nisu, nažalost, u velikoj meri dovodile u pitanje verodostojnost kapitalizma a tek je finansijska kriza kapitalizma, koja se javila u 2008. godini otvorila je pitanje njegove održivosti. Sve veća nesigurnost u mogućnost najjačih svetskih ekonomija da uredno servisiraju svoje dužničke obaveze posledica je neodrživog modela ekonomskog rasta koji se zasniva na rastu nivoa potrošnje, kreditne aktivnosti banaka i korišćenju inostrane akumulacije. Tranzicione zemlje centralne i istočne Evrope su u prelasku sa centralno-planskog na tržišni sistem privređivanja prihvatile ovaj model rasta a posledice su visoki deficiti tekućeg računa i rastući spoljni dug. Problem kojim ćemo se baviti u ovom radu odnosi se upravo na pitanje uzroka pojave deficita tekućeg računa, njegove održivosti, kao i pitanja vezana za domet i održivost aktuelnog modela rasta.

Strane direktne investicije predstavljaju generator globalizacije i imale su veoma važnu ulogu u uključivanju tranzicionih zemalja u tokove međunarodne trgovine. Strane direktne investicije ne pružaju samo mogućnosti za premošćavanje "investicionog gepa" već mogu znatno uticati na podizanje konkurentnosti privrede zemlje domaćina putem transfera savremene tehnologije, povećavanjem nivoa konkurencije, kreacijom humanog kapitala, restrukturiranjem domaćih preduzeća i obezbeđenjem pristupa međunarodnim tržištima. Kreatori ekonomske politike, koji zbog ovih svojstava ističu značaj stranih direktnih investicija za ekonomski razvoj, često svesno (ili možda nesvesno) zanemaruju činjenicu da svojstva stranih direktnih investicija i njihov uticaj na privredu zemlje domaćina zavise u velikoj meri od njihove

sektorske distribucije. Najveći deo stranih direktnih investicija u zemljama centralne i istočne Evrope usmeren je u visoko profitabilne aktivnosti koje pripadaju tercijarnim uslugama: finansijsko posredovanje, trgovinu na veliko i malo, poslove sa nekretninama i telekomunikacije. Na osnovu činjenice da te aktivnosti direktno i indirektno podstiču odnosno generišu potrošnju jasno je da strane direktne investicije imaju veoma važan uticaj na oblikovanje sadašnjih modele rasta zemalja centralne i istočne Evrope. Najveću pažnju u ovom radu posvetićemo upravo analizi sektorske distribucije stranih direktnih investicija jer smatramo da sektorska distribucija direktno i indirektno utiče na trgovinski bilans, efekte preliivanja tehnologije, strukturu uvoza i izvoza određene zemlje (što utiče na valorizaciju uvoza odnosno izvoza) a to ima direktan uticaj na tekući račun platnog bilansa. Pažnju ćemo posvetiti i uticaju stranih direktnih investicija na devizni kurs i nivo kamatnih stopa jer delovanjem na ove makroekonomske varijable strane direktne investicije imaju znatan uticaj na konkurentnost izvoza i troškove finansiranja svih preduzeća u privredi.

Uticaj stranih direktnih investicija na tekući račun je mnogo širi od direktnog i indirektnog uticaja na spoljnotrgovinski bilans. Strane direktne investicije imaju veoma važnu ulogu u finansiranju deficita tekućeg računa, a smatraju se i najkvalitetnijim oblikom stranog kapitala s obzirom da je investicije u osnovna sredstva mnogo teže povući (za razliku od portfolio investicija) i ne stvaraju dužničke obaveze kao što je slučaj sa zajmovnim kapitalom. Realnost je nešto drugačija od ustaljenih mišljenja s obzirom da repatrijacija profita koju vrše strane kompanije ima veoma važnu ulogu u oblikovanju strukture tekućeg računa a vremenom stvara zavisnost zemlje od priliva novog inostranog kapitala. Nivo stoka stranih direktnih investicija i faza finansijskog ciklusa u kojoj se nalaze strane afilijacije direktno utiču na nivo odliva profita po osnovu dividendi. Zbog navedenih činjenica, struktura tekućeg računa zemalja centralne i istočne Evrope determinisana je uspehom u tranzicionim reformama i privlačenju inostranog kapitala i biće u fokusu naših analiza u ovom radu. Takođe, neophodno je analizirati uticaj stranih direktnih investicija na "precenjenost" deficita tekućeg računa pojedinih zemalja s obzirom da prilikom reinvestiranja profita ne dolazi do konverzije domaće valute u stranu niti kapital napušta zemlju a "transakcije" se bez obzira na to beleže u računu dohotka.

Predmet istraživanja

Predmet istraživanja u ovom radu je uticaj stranih direktnih investicija na tekući račun Srbije. Strane direktne investicije vrše snažan uticaj na tekući račun platnog bilansa, jer imaju ulogu u finansiranju deficita tekućeg računa i direktno utiču na njegovu strukturu delovanjem na spoljnotrgovinski bilans i račun dohotka. Strane direktne investicije direktno utiču na spoljnotrgovinski bilans putem uvoza odnosno izvoza robe, a indirektno putem uticaja na konkurentnost privrede pomoću transfera savremene tehnologije, povećanjem nivoa konkurencije, kreacijom humanog kapitala, restrukturiranjem domaćih preduzeća i obezbeđenjem pristupa međunarodnim tržištima. Povećanje kumulativnog nivoa stranih direktnih investicija i prihoda po osnovu aktivnosti stranih afilijacija dovodi do snažnih odliva kapitala po osnovu dividendi koje utiču da deficit računa dohotka postane glavni uzrok deficita tekućeg računa, a posebnu poteškoću za kreatore ekonomske politike predstavlja činjenica da imaju veoma ograničene mogućnosti da utiču na tokove kapitala po osnovu repatrijacije profita. Takođe, značajno učešće stranih banaka u domaćem bankarskom sektoru dovelo je do značajnog povećanja mogućnosti za pojavu ekonomske zaraze što ima značajne posledice na makroekonomsku stabilnost i održivost deficita tekućeg računa.

Širi predmet istraživanja u ovom radu je održivost aktuelnog modela rasta i deficita tekućeg računa Srbije. Aktuelni model ekonomskog rasta Srbije zasniva se na rastu nivoa potrošnje, kreditne aktivnosti banaka i korišćenju inostrane akumulacije, a nivo investicionih aktivnosti je daleko od onog koji je potreban za zdrav ekonomski rast. Strane direktne investicije usko su povezane sa oblikovanjem modela rasta ne samo u Srbiji nego i u ostalim zemljama centralne i istočne Evrope. Rastući deficiti tekućeg računa koji su posledica visokog nivoa potrošnje signal su nadolazeće finansijske i/ili valutne krize i zbog toga je neophodno analizirati sve faktore koji utiču na održivost deficita tekućeg računa i mogućnost zemlje da u budućem periodu uredno servisira svoje obaveze prema inostranstvu.

Uži predmet istraživanja u ovom radu je uticaj stranih direktnih investicija na spoljnotrgovinski bilans Srbije. Deficiti tekućeg računa u zemljama centralne Evrope i baltičkog regiona su posledica deficita računa dohotka za razliku od tranzicionih zemalja jugoistočne Evrope gde je glavni uzrok spoljnotrgovinski deficit. Upravo iz

tog razloga neophodno je prilikom analiziranja uticaja stranih direktnih investicija na tekući račun Srbije posebnu pažnju posvetiti uticaju stranih direktnih investicija na spoljnotrgovinski bilans.

Polazište za istraživanje čine teorije o stranim direktnim investicijama i teorije održivosti deficita tekućeg računa. Od brojnih teorija o stranim direktnim investicijama koje su prisutne u literaturi za rad je posebno značajna Daningova eklektička paradigma jer predstavlja osnovu za procenu uticaja stranih direktnih investicija na spoljnotrgovinski bilans. Savremena teorija o održivosti deficita tekućeg računa pod velikim je uticajem teorijskih dostignuća Millesi-Ferreti i Razin-a (1996), odnosno Reisen-a (1998) pa je primena metodologije koju su oni razvili (MFR odnosno Reisen metodologija) neophodna prilikom ocene održivosti tekućeg računa Srbije. Veoma značajan za rad je i model finansijskog ciklusa strane direktne investicije koju su razvili Brada i Tomšik (2003).

Značaj i aktuelnost istraživanja

Aktuelnost istraživanja usko je povezana sa aktuelnim problemima svetske ekonomije i finansijskom krizom kapitalističkog sistema. Visok spoljni dug i problemi sa njegovim servisiranjem koji su prisutni u SAD-u i u mnogim zemljama Evrope posledica su neodrživih modela ekonomskog rasta. Aktuelna svetska ekonomska kriza i naznake njenog produbljivanja imaju veoma važne implikacije na kretanje međunarodnog kapitala, a pre svega stranih direktnih investicija koje su važan izvor za finansiranje deficita tekućeg računa. Smanjenje priliva inostranog kapitala imalo je velike posledice na region centralne i istočne Evrope koji je u 2009.godini zabeležio najveći pad bruto domaćeg proizvoda u odnosu na sve svetske regione.

Značaj istraživanja ogleda se u sveobuhvatnom istraživanju kompleksnog uticaja stranih direktnih investicija na tekući račun Srbije i uloge i značaja stranih direktnih investicija u tranziciji srpske privrede i kreiranju aktuelnog modela rasta, što stvara mogućnosti za bolje iskorišćavanje razvojnih mogućnosti koje strane direktne investicije sa sobom nose.

Naučni cilj istraživanja je naučna eksplikacija ²¹odnosa između stranih direktnih ²¹investicija i tekućeg računa Srbije sa elementima naučnog predviđanja. ²¹Odnos

između stranih direktnih investicija i tekućeg računa je veoma kompleksan i može biti direktan i indirektan.

60

Naučni doprinos istraživanja ostvaren je u više pravaca i to u vidu: klasifikacije, otkrića, naučnog objašnjavanja pojava i prognoze dešavanja u budućnosti. U radu je izvršena klasifikacija uticaja stranih direktnih investicija na tekući račun, što predstavlja doprinos ekonomskoj teoriji koja proučava ovu oblast.

U naučni doprinos istraživanja spada i prezentovani model za merenje održivosti deficita tekućeg računa, koji predstavlja modifikaciju do sada korišćene MFR odnosno Reisen metodologije, dodavanjem reinvestirane dobiti stranih direktnih investicija u model. Kreirani (modifikovani) model je iskorišćen za procenu srednjoročne i dugoročne održivosti deficita tekućeg računa Srbije.

Takođe, u radu je prezentovan i novi indeks za merenje stepena izloženosti regionalnoj finansijskoj zarazi, koji se sastoji od 4 faktora (apsolutna izloženost zemlje prema zajedničkom zajmodavcu, apsolutna izloženost zajedničkog zajmodavca prema određenoj grupi zemalja, indeks diversifikacije bankarskog sektora zemlje u odnosu na strukturu bankarskog sektora celog regiona, udeo kratkoročnih potraživanja) i koji pokušava da nadomesti slabosti prethodno kreiranih indeksa.

U radu je izvršena i empirijska analiza uticaja stranih direktnih investicija na spoljnotrgovinski bilans Srbije, na uzorku 50 najvećih uvoznika i 50 najvećih izvoznika u 2014. godini, kao i analiza uticaja stranih direktnih investicija na srpsku prerađivačku industriju. Istraživanje uticaja stranih direktnih investicija na srpsku industriju sprovedeno je na makro i mikro nivou. Istraživanje na makro nivou izvršeno je korišćenjem mešovitog modela, metode najmanjih kvadrata sa fiksnim efektima, na uzorku od 23 grane prerađivačke industrije u periodu od 2006-2013.godine. Istraživanje uticaja stranih direktnih investicija na mikro nivou sprovedeno je na slučajno izabranom uzorku od 40 preduzeća u stranom vlasništvu u Srbiji sa ciljem identifikovanja potencijalnih horizontalnih i vertikalnih efekata preliivanja tehnologije. Prethodno navedene analize su izvršene sa ciljem naučne eksplikacije odnosa između stranih direktnih investicija i srpske prerađivačke industrije, sa elementima naučnog predviđanja.

Operacioni cilj istraživanja je ukazivanje na ulogu i značaj stranih direktnih investicija u dosadašnjem tranzicionom procesu Srbije kao i na ukazivanje potencijalnih problema po osnovu repatrijacije profita koji trenutno nisu prisutni, ali se u budućnosti mogu očekivati (što je pokazala praksa na primeru zemalja centralne Evrope).

Društveni cilj istraživanja ogleda se pre svega u istraživanju ²¹odnosa između stranih direktnih investicija i tekućeg računa Srbije. U radu je posvećena velika pažnja ukazivanju na neadekvatnost aktuelnog modela rasta i probleme sa održivošću deficita tekućeg računa koje, s obzirom na sve posmatrane pokazatelje, možemo očekivati u srednjoročnom odnosno dugoročnom periodu. Rezultate istraživanja mogu koristiti kreatori makroekonomske politike radi kreiranja održivog ekonomskog rasta i dugoročne održivosti deficita tekućeg računa.

Ograničenja vezana za istraživanje odnose se na činjenicu da rad ne pruža konkretna rešenja na koji način je moguće promeniti tokove stranih direktnih investicija i privući najkvalitetniji oblik stranih direktnih investicija, izvozno orijentisane greenfield¹ investicije u prerađivačkoj industriji. U radu se, takođe, ne nudi konkretno rešenje na koji način je moguće regulisati odliv kapitala po osnovu dividendi (uz poštovanje načela slobode kretanja kapitala) koji, rastom stoka stranih direktnih investicija i smanjivanjem obima reinvestiranja, postaje ozbiljan problem za tekući račun. Ograničenja postoje i u oceni deficita tekućeg računa pošto ne postoji ni jedna metoda koja sa 100% sigurnošću može utvrditi da li je deficit održiv ili ne već ukazuju na veću ili manju verovatnoću njegove održivosti. Problem definisanja održivog deficita tekućeg računa je što se o njegovoj održivosti može govoriti samo "post festum".

Metode istraživanja

Istraživanje možemo klasifikovati kao posebno (po kriterijumu opštosti), kompleksno (po kriterijumu svojstva predmeta), transverzalno (po kriterijumu vremena), interdisciplinarno (po kriterijumu ⁴⁸primadnosti nauci), kombinovano (po aktuelnosti predmeta), entrospektivno (po odnosu subjekta i objekta prema predmetu istraživanja) i verifikatorno (po svrsi).

¹ Greenfield investicije podrazumevaju ulaganje u izgradnju potpuno novog biznisa, koji do tada nije poslovao na određenom tržištu odnosno tržišnom segmentu.

U cilju zadovoljenja osnovnih metodoloških principa (postulata) - objektivnosti, pouzdanosti, opštosti i sistematičnosti, kao i u skladu sa specifičnim predmetom istraživanja, u radu su korišćene različite metode. Za potrebe istraživanja naučno-teorijskih saznanja, relevantne literature i savremene ekonomske prakse korišćene su:

Osnovne metode: analiza, apstrakcija, specijalizacija, dedukcija, sinteza, konkretizacija generalizacija;

40

Opšte naučne metode: statistička metoda, komparativna metoda;

Metode prikupljanja podataka: analiza sadržaja dokumenata.

U radu smo koristili sledeće parcijalne (sekvencijalne) analize: strukturalnu analizu (korišćena je na primer prilikom analize strukture tekućeg računa), funkcionalnu analizu (korišćena je prilikom analiziranja povezanosti finansijskog ciklusa stranih direktnih investicija i računa dohotka), komparativna analizu (korišćena je u nekoliko slučajeva a kao primer možemo navesti komparativnu analizu strukture mađarskog i srpskog izvoza), genetička analiza (korišćena je prilikom analize uzroka pojave deficita tekućeg računa u zemljama centralne i istočne Evrope), kauzalna analiza (korišćena je prilikom utvrđivanja određenih pravilnosti između sektorske distribucije stranih direktnih investicija i spoljnotrgovinskog deficita) i faktorska analiza (korišćena je prilikom analize faktora koji utiču na održivost deficita tekućeg računa).

Metod apstrakcije smo kao jedan od osnovnih metoda naučnog istraživanja koristili veoma često u radu za izdvajanje opštih ili posebnih svojstava (kao primer možemo navesti izdvajanje opštih svojstava različitih vrsta stranih direktnih investicija na osnovu njihove analize na odgovarajućem uzorku).

Metod specijalizacije korišćen je prilikom klasifikacije određenih opštih pojmova odnosno stavova (kao primer možemo navesti klasifikaciju faktora koji utiču na održivost deficita tekućeg računa).

Metod dedukcije smo koristili u svim onim situacijama u kojima smo na osnovu već formiranih zaključaka donosili nove zaključke (na primer na osnovu formiranih zaključaka da strane direktne investicije nisu doprinele snažnim pozitivnim efektima

prelivanja tehnologije i da nisu doprinele promeni tehnološke strukture i faktorske intenzivnosti izvoza doneli smo zaključak da strane direktne investicije nisu doprinele poboljšanju konkurentnosti privrede Srbije).

U radu je korišćena i produktivna sinteza (na primer sintezom se došlo do uzroka nastanka **deficita tekućeg računa u zemljama centralne i istočne Evrope**, spajanjem dobijenih zaključaka o kretanju činilaca koji utiču na deficit tekućeg računa (nivoa bruto investicija, privatne i javne štednje)) i reproduktivna sinteza (na primer sintezom se došlo do zaključka o održivosti deficita tekućeg računa spajanjem prethodno rastavljene celine faktorskom analizom).

U radu je korišćen i metod konkretizacije, posebno u delu rada u kome se analizira uticaj stranih direktnih investicija na račun dohotka gde je konkretizacija korišćena za uočavanje odnosa između apstraktnog (modela finansijskog ciklusa strane direktne investicije) i konkretnog (strukture računa dohotka).

Metod generalizacije je često korišćen u radu, u onim situacijama kada se na osnovu zaključka o kretanju određenih pojava u pojedinačnim zemljama donošeni opšti zaključci o kretanju tih pojava na nivou grupa zemalja (grupa zemalja centralne Evrope, odnosno jugoistočne Evrope) odnosno tranzicionih zemalja u celini.

Od statističkih metoda u radu su korišćeni metod uzorka (korišćen je uzorak 35 najvećih uvoznika i 35 najvećih izvoznika među preduzećima u stranom vlasništvu u Srbiji sa ciljem analize njihovog direktnog uticaja na spoljnotrgovinski bilans) i metod korelacije odnosno regresije. Za korelacionu i regresionu analizu korišćen je softverski paket SPSS 17,0.

Komparativna metoda korišćena je prilikom upoređivanja pojave deficita računa dohotka u dve grupe zemalja – zemljama centralne Evrope sa jedne strane i tranzicionim zemljama jugoistočne Evrope sa druge strane. Cilj upotrebe ove metode je da se istraže sličnosti i razlike u strukturi računa dohotka.

U toku istraživanja prikupljena je velika količina empirijskih podataka a za prikupljanje podataka su korišćene sekundarne tehnike prikupljanja podataka. Izvor za najveći deo prikupljenih podataka su statističke baze podataka :UNCTAD-a, Eurostat-a, Svetske banke, MMF-a, EBRD-a, UN-a kao i internet sajtovi centralnih

banaka zemalja centralne i istočne Evrope i nacionalnih zavoda za statistiku. Određeni broj podataka prikupljen je iz različitih publikacija kao što su Transition Report, World Investment Report, Unctad Handbook of Statistics, Global Competitiveness Report i korišćenjem stručne literature.

Hipotetički okvir istraživanja

U istraživanju se polazi sa sledećom osnovnom (generalnom) hipotezom:

Strane direktne investicije imaju negativan uticaj na tekući račun Srbije.

Generalna hipoteza se operacionalizuje pomoću sledećih posebnih hipoteza:

1. Sektorska distribucija stranih direktnih investicija u kojoj dominiraju investicije radi obezbeđenja tržišta ima direktan negativan uticaj na spoljnotrgovinski bilans Srbije;

2. Strane direktne investicije nisu doprinele poboljšanju konkurentnosti privrede Srbije

Zbog kompleksnosti i njene širine ova hipoteza je raščlanjena na sledeće pojedinačne:

- Efekti preliivanja tehnologije po osnovu stranih direktnih investicija u Srbiji su slabi;
- Stagnirajuća struktura srpskog izvoza posledica je nedovoljnih investicija u prerađivačkoj industriji koje su pretežno usmerene u radno i resursno intenzivne grane;
- Priliv inostranog kapitala u Srbiju doprineo je realnoj apresijaciji deviznog kursa koja negativno utiče na konkurentnost izvoza;
- Nivo saradnje stranih preduzeća sa domaćim snabdevačima inputa i njihovo uključivanje u globalnu distributivnu mrežu je na niskom nivou;

3. Različita struktura tekućeg računa Srbije ⁸ u odnosu na zemlje centralne Evrope posledica je razlika u kumulativnom nivou stranih direktnih investicija, fazama finansijskog ciklusa stranih afilijacija i njihove sektorske distribucije.

²⁵ 4. Strane direktne investicije u Srbiji i ostalim tranzicionim zemljama Evrope imaju značajnu ulogu u oblikovanju aktuelnog modela rasta koji je dugoročno neodrživ, a

zasniva se na visokom nivou potrošnje, kreditnoj ekspanziji banaka i rastu spoljne zaduženosti.

Zbog kompleksnosti i njene širine ova hipoteza raščlanjena je na sledeće pojedinačne:

- Kreditna ekspanzija banaka u tranzicionim zemljama usko je povezana sa uspostavljanjem tržišne dominacije banaka sa inostranim kapitalom;
- Deficit tekućeg računa u Srbiji i ¹ ostalim zemljama centralne i istočne Evrope posledica je pada domaće štednje, a ne rastuće investicione aktivnosti;
- Sadašnji nivo deficita tekućeg računa Srbije dugoročno nije održiv.

5. Potencijalna finansijska zaraza po osnovu kanala zajedničkog zajmodavca, kao posledica stranih direktnih investicija u bankarskom sektoru, predstavlja realnu opasnost za Srbiju.

Zbog kompleksnosti i njene širine ova hipoteza raščlanjena je na sledeće pojedinačne:

- Finansijske veze Srbije sa zemljama Zapadne Evrope je ekonomski značajna;
- Srbija pokazuje visoku zavisnost od finansiranja iz izvora koje potiču iz malog broja zemalja;
- Potraživanja stranih banaka prema zemljama Jugoistočne Evrope su velika u odnosu na veličinu ekonomije ovih zemalja;
- Kreditna ekspanzija u zemljama Jugoistočne Evrope u velikoj meri je finansirana stranom akumulacijom;
- Snažna finansijska globalizacija znatno je povećala broj potencijalnih kanala kojima se širi ekonomska zaraza kao i intenzitet i brzinu širenja zaraze.

Sadržaj disertacije

Disertacija sadrži uvod, šest poglavlja i zaključak. U uvodnom razmatranju ukratko je izložen problem koji će se razmatrati u ovoj disertaciji. Predmet istraživanja, značaj i aktuelnost istraživanja, metodološki pristup sa hipotetičkim okvirom istraživanja, kao i struktura rada izneti su u uvodnom razmatranju.

U okviru prvog poglavlja analizira se uzrok deficita tekućeg računa u zemljama centralne i istočne Evrope. Analiziranjem komponenti bruto domaćeg proizvoda (bruto investicija, javne i privatne štednje), kao i uticaja stranih direktnih investicija na pojedine komponente i opšti model ekonomskog rasta, korišćenjem korelacione i regresione analize i savremenih ekonomskih teorija dolazi se do zaključka o uzroku pojave deficita tekućeg računa u zemljama centralne i istočne Evrope.

U okviru drugog poglavlja analizira se uloga stranih direktnih investicija u finansiranju deficita tekućeg računa. Isticanje uloge i specifičnosti stranih direktnih investicija u finansiranju deficita tekućeg računa u odnosu na druge oblike inostranih ulaganja, kao i određivanje značaja stranih direktnih investicija u finansiranju deficita tekućeg računa Srbije u komparaciji sa drugim zemljama čine srž ovog poglavlja. U okviru ovog poglavlja izvršena je i analiza srednjoročne i dugoročne održivosti deficita tekućeg računa Srbije koju je autor izvršio korišćenjem sopstvenog modela, koji predstavlja modifikaciju MFR odnosno Reisen metodologije, dodavanjem reinvestirane dobiti stranih direktnih investicija u model.

U okviru trećeg poglavlja analizira se uticaj stranih direktnih investicija na spoljnotrgovinski bilans Srbije. Nakon predstavljanja teorijske osnove, klasifikovanja i sistematizovanja svih načina na koji strane direktne investicije utiču na spoljnotrgovinski bilans, izvršena je teorijska i empirijska analiza direktnog uticaja stranih direktnih investicija na spoljnotrgovinski bilans Srbije na uzorku 35 najvećih uvoznika i 35 najvećih izvoznika u 2014. godini. U okviru ovog poglavlja analizira se i transfer tehnoloških rešenja pod uticajem stranih direktnih investicija, obezbeđenje pristupa međunarodnim tržištima, uticaj stranih direktnih investicija na promenu strukture i specijalizaciju uvoza i izvoza, kao i uticaj stranih direktnih investicija na apresijaciju deviznog kursa.

U okviru četvrtog poglavlja analizira se uticaj stranih direktnih investicija na srpsku prerađivačku industriju. ² Istraživanje uticaja stranih direktnih investicija na srpsku industriju sprovedeno je na makro i mikro nivou. Istraživanje na makro nivou izvršeno je korišćenjem mešovitog modela, metode najmanjih kvadrata sa fiksnim efektima, na uzorku od 23 grane prerađivačke industrije u periodu od 2006-2013.godine. Istraživanje uticaja stranih direktnih investicija na mikro nivou sprovedeno je na slučajno izabranom uzorku od 40 preduzeća u stranom vlasništvu u Srbiji sa ciljem identifikovanja potencijalnih horizontalnih i vertikalnih efekata preliivanja tehnologije.

U okviru petog poglavlja analizira se uticaj stranih direktnih investicija na račun dohotka Srbije. U okviru ovog dela rada vrši se komparativna analiza uticaja stranih direktnih investicija na račun dohotka zemalja centralne i zemalja jugoistočne Evrope, analiza uticaja faze finansijskog ciklusa strane direktne investicije na repatrijaciju profita, kao i primena prethodno korišćenih analiza na primeru Srbije. U okviru ovog dela rada sprovedena je analiza uticaja operacija sterilizacije Narodne banke Srbije na profitabilnost banaka u inostranom vlasništvu i repatrijacija profita po tom osnovu (što je povezano sa prethodno razmatranim uticajem stranih direktnih investicija na apresijaciju deviznog kursa).

U okviru šestog poglavlja analizira se mogućnost pojave finansijske zaraze po osnovu kanala zajedničkog zajmodavca kao posledica stranih direktnih investicija u bankarskom sektoru Srbije, što je veoma važno sa aspekta makroekonomske stabilnosti i održivosti deficita tekućeg računa. Procena je izvršena na osnovu analize neophodnih uslova za pojavu finansijske zaraze po osnovu ovog kanala, analize mehanizama pomoću kojih se vrši širenje zaraze po ovom kanalu, analize potraživanja stranih banaka (geografske, ročne, strukturne), analize ⁴ zavisnosti odnosno izloženosti prema pojedinačnim bankarskim grupacijama (kako u apsolutnom tako i u relativnom smislu) kao i merenjem stepena zavisnosti dužnika odnosno izloženosti kreditora korišćenjem indeksa koji se najčešće koriste u literaturi i kreiranjem sopstvenog indeksa.

Na kraju disertacije iznet je zaključak kao i spisak referentne literature.

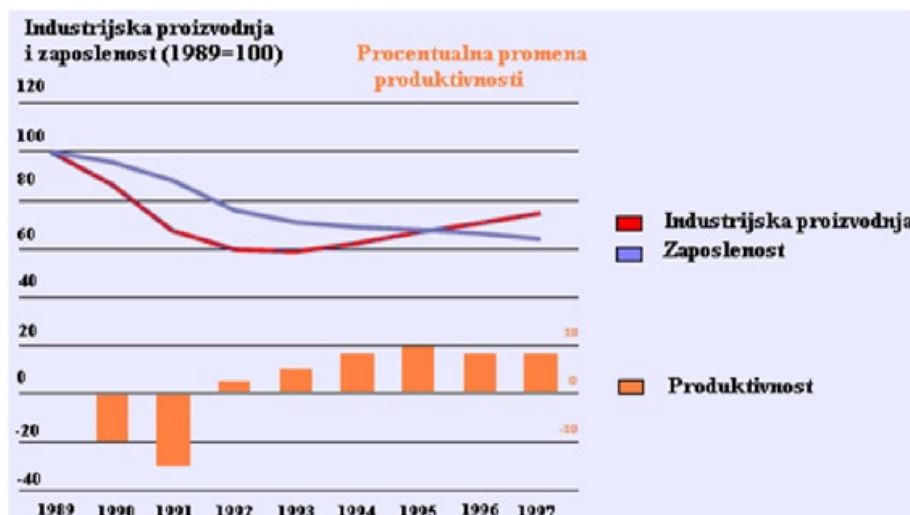
1. Uzroci deficita tekućeg računa u zemljama centralne i istočne Evrope

Pad Berlinskog zida, raspad Varšavskog bloka i Saveta za uzajamnu ekonomsku pomoć (SEV) označili su početak značajnih političkih i ekonomskih promena za zemlje centralne i istočne Evrope. U nedostatku sopstvenih strategija za prelazak na kapitalistički način privređivanja, prihvaćeni su recepti međunarodnih finansijskih institucija na čelu sa Međunarodnim Monetarnim Fondom koji se zasnivaju na konceptu Vašingtonskog koncenzusa. Preporuke⁵⁸ Vašingtonskog koncenzusa korišćene su prilikom rešavanja problema u zemljama Latinske Amerike, a kasnije su prihvaćene kao "opšta mudrost za politike rasta i razvoja". Ove preporuke odnosile su se na cenovnu liberalizaciju, spoljnotrgovinsku liberalizaciju, liberalizaciju kamatnih stopa, privatizaciju i restruktuiranje preduzeća, stvaranje finansijskih tržišta i odgovarajućih finansijskih institucija kao i reformu bankarstva.

Tranziciona kriza koja je usledila na samom početku tranzicionog procesa i koja je po svojoj dužini i dubini nadmašila očekivanja i najvećih pesimista pokazala je da centralno-planski sistem koji je u Savezu Sovjetskih Socijalističkih Republika (SSSR) funkcionisao 70 godina, a u ostalim privredama 45 godina, nije moguće zameniti preko noći da euforična očekivanja o brzom vraćanju privrednog rasta i podizanju životnog standarda nisu bila na realnim osnovama. Početak tranzicije obeležio je veliki pad proizvodnje i zaposlenosti. Analitičari smatraju da je relativno manji deo inicijalnog pada proizvodnje nastao zbog čvrste makroekonomske politike, koja je korišćena da bi se ukrotila inflacija. Liberalizacijom cena došlo je do pomeranja cena inputa ka nivou cena na svetskom nivou, a kidanje proizvodnih veza između zemalja članica bivšeg SEV-a i razbijanje vertikalno integrisanih konglomerata dodatno je uticalo na smanjenje proizvodnje. Spoljnotrgovinska liberalizacija, usvajanje uvoznog režima sa niskim stopama zaštite kao i niskih i unilaternih tarifa uz odbacivanje kvantitativnih ograničenja, značili su da je domaća proizvodnja bili izložena konkurenciji, a njena nedovoljna konkurentnost značila je smanjenu mogućnost izvoza na strana tržišta. Takođe nestankom SEV-a mnoga preduzeća su bila suočena sa velikim padom izvoza zbog gubitka dotadašnjih tržišta. Cele industrijske grane (kao što je na primer roba široke potrošnje) koje su bile veoma značajne u planskoj privredi iznenada su postale neefikasne i neproduktivne. Kretanje nivoa

industrijske proizvodnje, zaposlenosti i produktivnosti u slučaju tranzicionih zemalja centralne i istočne Evrope prikazani su na grafikonu 1.

Grafikon 1: Promena nivoa industrijske proizvodnje, zaposlenosti i produktivnosti u zemljama centralne i istočne Evrope, 1989-1997



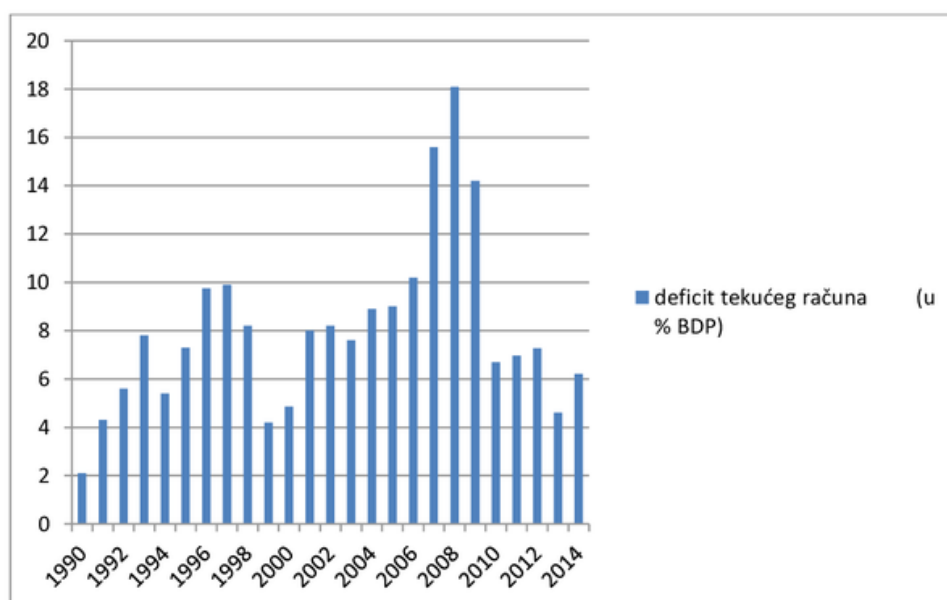
Izvor: EBRD, Transition report (1998, str.32)

Ove promene stvorile su uslove za pojavu eksternih imbalansa. Prema Roubiniju i Watchelu (1998, str.6) pojava deficita tekućeg računa u prvim godinama tranzicije posledica je velikog pada proizvodnje koji su pokriveni prilivom inostranog kapitala i zvaničnom međunarodnom pomoći. Oni smatraju da se permanentni deficiti u kasnijoj fazi tranzicionog procesa mogu posmatrati sa dva aspekta. Sa jedne strane, ovi deficiti potencijalno ukazuju na uspeh strukturnih promena u tranziciji koji su omogućili priliv kapitala i investicija i stvorili mogućnosti za ubrzani ekonomski rast. Iz tog razloga, u ranom periodu tranzicije, mnogi ekonomski stručnjaci nisu pridavali veliki značaj rastućim deficitima tekućeg računa. Sa druge strane, deficite tekućeg računa moguće je posmatrati kao posledicu neuspešnog tranzicionog procesa koji vodi ka neodrživim debalansima koji su potencijalni izvor za valutne odnosno platno-bilansne krize (kao što je bio slučaj sa Českom 1997.godine i Rusijom 1998).

Pokazalo se da su očekivanja da će se sprovođenjem tranzicije, odnosno promenama u strukturi proizvodnje i trgovine, doći do smanjenja deficita tekućeg računa, bila neopravdana. Na grafikonu 2 prikazani su prosečni deficiti tekućeg računa u zemljama Jugoistočne Evrope u periodu 1990-2014.godine. Treba posebno

naglasiti da bi deficiti tekućeg računa na početku tranzicije bili na znatno višem nivou da nije bilo značajnih suficita na računu tekućih transfera po osnovu zvanične pomoći i to posebno u periodu od 1992-1994.godine. Sa grafikona se može uočiti da je rastući deficit sa početka tranzicije bio smanjen krajem 20-tog veka, da bi zatim ponovo usledio njegov rast koji je u 2007. i 2008. godini dostigao vrhunac. Početkom svetske ekonomske krize došlo je do pada deficita tekućeg računa, pre svega kao posledica pada agregatne tražnje na svetskom nivou (što je imalo za posledicu pad uvoza, izvoza i proizvodnje) kao i suženih mogućnosti za finansiranje deficita.

Grafikon 2: Prosečni deficit tekućeg računa u zemljama jugoistočne Evrope, 1990 - 2014



Izvor: Kalkulacija autora, na osnovu podataka EBRD-a

Šta je uticalo na pojavu **deficita tekućeg računa u zemljama centralne i istočne Evrope**? Da bi dobili odgovor na ovo pitanje neophodno je najpre videti šta predstavlja bilans tekućeg računa. Bilans tekućeg računa predstavlja razliku između priliva i odliva po osnovu tekućih transakcija na računima roba, usluga, dohotka i tekućih transfera između rezidenata i nerezidenata. Sa dinamičke tačke gledišta, tekući račun pokazuje nastajanje obaveza prema inostranstvu ili potraživanja prema inostranstvu po osnovu obavljenih transakcija u određenom periodu. ⁴ je su posledica potrošačkih i investicionih odluka ekonomskih subjekata. Bilans **tekućeg**

računa može se posmatrati kao razlika između nacionalne štednje i investicija. Da bi to dokazali polazimo od dobro poznate formule za bruto nacionalni proizvod:

$$Y = C + I + G + X - M + Ny \quad (1)$$

gde je Y - bruto nacionalni proizvod, C - privatna potrošnja, I - bruto investicije, G - javna potrošnja, X - izvoz dobara i usluga, M - uvoz dobara i usluga, Ny - neto faktorski dohodak.

Dohodak dobijen od strane ekonomskog subjekta (domaćinstva, preduzeća) može biti iskorišćen na četiri različita načina: može biti potrošen (C), sačuvan (Sp - privatna štednja), iskorišćen za plaćanje poreza (T) ili transferisan u inostranstvo (Tr). S obzirom da bruto nacionalni proizvod predstavlja sumu dohodaka svih ekonomskih subjekata u okviru jedne ekonomije, imamo da je:

$$Y = C + Sp + T + Tr \quad (2)$$

Izjednačavanjem jednačina (1) i (2) dobijamo:

$$C + I + G + X - M + Ny = C + Sp + T + Tr$$

Potiranjem privatne potrošnje (C) koja se nalazi na obe strane jednačine i sređivanjem jednačine dolazimo do sledeće jednačine:

$$X - M + Ny - Tr = Sp + T - G - I \quad (3)$$

S obzirom da levi izraz u jednačini (3) predstavlja bilans tekućeg računa (CA), a razlika između prikupljenih poreza i javne potrošnje ($T-G$) predstavlja javnu štednju (Sg), jednačinu (3) možemo predstaviti kao:

$$CA = Sp + Sg - I \quad (4)$$

Zbir privatne i javne štednje čini domaću štednju ($S = Sp + Sg$) tako da dobijamo da bilans tekućeg računa predstavlja razliku između domaće štednje i bruto investicija:

$$CA = S - I \quad (5)$$

Iz ovoga možemo zaključiti da **do deficita tekućeg računa može doći zbog pada domaće štednje ili zbog porasta bruto investicija**. U zavisnosti šta je uzrok pojave deficita tekućeg računa, zavisice u velikoj meri i pitanje njegove održivosti. Pojava deficita tekućeg računa podrazumeva korišćenje inostrane akumulacije što je manje opasno ako se time finansiraju nove investicije nego potrošnja (niža štednja). Veći nivo investicija utiče na povećanje proizvodnih kapaciteta i potencijalno povećanje izvoza čime se stvaraju uslovi za servisiranje stranog duga. Pri tome je veoma važna i struktura investicija jer određene vrste investicija imaju veću verovatnoću da pozitivno utiču na održivost deficita tekućeg računa. Investicije privatnog sektora u produktivni kapital, posebno u proizvodnju razmenljivih dobara, će učiniti deficit tekućeg računa lakše održivim, za razliku od investicija u "ne razmenljiva dobra" kao što su na primer nekretnine. **Da li je problem zemalja centralne i istočne Evrope pad domaće štednje (zbog prekomerne potrošnje) ili porast investicija?** Da bi odgovorili na ovo pitanje u nastavku rada neophodno je analizirati bruto investicije, javnu i privatnu štednju.

7

1.1. Bruto investicije u zemljama centralne i istočne Evrope

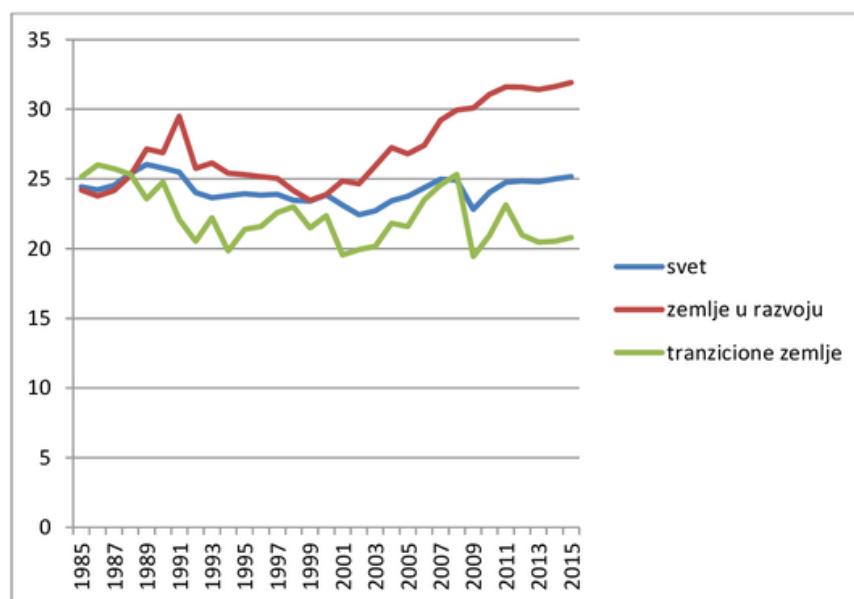
Bez obzira što je u tranzicionim zemljama centralne i istočne Evrope, u pred tranzicionom periodu, postojao visok kumulativni nivo kapitala, veći deo tog kapitala je bio fizički i moralno zastareo. U mnogim privrednim sektorima mašine i oprema su bili znatno stariji nego u drugim industrijskim zemljama i vrlo često su bili neoperacionalni i zahtevali popravke. Takođe, jedan deo opreme koji je bio u ispravnom stanju je bio moralno zastareo, a njegova primena je bila moguća zbog slabih ekoloških standarda koji su bili tada na snazi. Početkom tranzicije jedan deo te opreme je morao biti povučen iz upotrebe. U isto vreme, liberalizacija cena i uklanjanje proizvodnih subvencija uticali su na pojavu "neproduktivnog kapitala". Pomeranjem cena inputa ka tržišnim cenama koje vladaju na svetskom nivou (umesto do tada subvencionisanih cena za energiju i sirovine) kumulativni nivo kapitala koji je uz subvencije omogućavao pozitivnu dodatnu vrednost postao je neprofitabilan (Cornia i dr., 1996, str.3).

Usled drastičnog pada proizvodnje i zaposlenosti početkom tranzicije došlo je do pada domaće štednje, što je značilo da je bilo neophodno koristiti inostranu

akumulaciju u želji za obnavljanjem i očuvanjem postojećeg kumulativnog nivoa kapitala i održavanja koraka sa relativno novim tehnološkim dostignućima. Da bi se izvršilo poređenje nivoa bruto investicija u zemljama tranzicije sa zemljama u razvoju i na svetskom nivou, biće korišćen uzorak koji čine 16 tranzicionih zemalja koje pripadaju regionu centralne i istočne Evrope: Albanija, Bosna i Hercegovina, Bugarska, Češka, Crna Gora, Estonija, Hrvatska, Letonija, Litvanija, Mađarska, Makedonija, Poljska, Rumunija, Slovačka, Slovenija i Srbija (formalno za 10 zemalja tranzicioni proces je završen ulaskom u EU).

Poređene prosečnog nivoa bruto investicija u odnosu na bruto društveni proizvod za izabrani uzorak zemalja sa zemljama u razvoju i na svetskom nivou prikazan je na grafikonu 3.

Grafikon 3: Poređenje nivoa bruto investicija u različitim regionima, u % BDP, 1985-2015



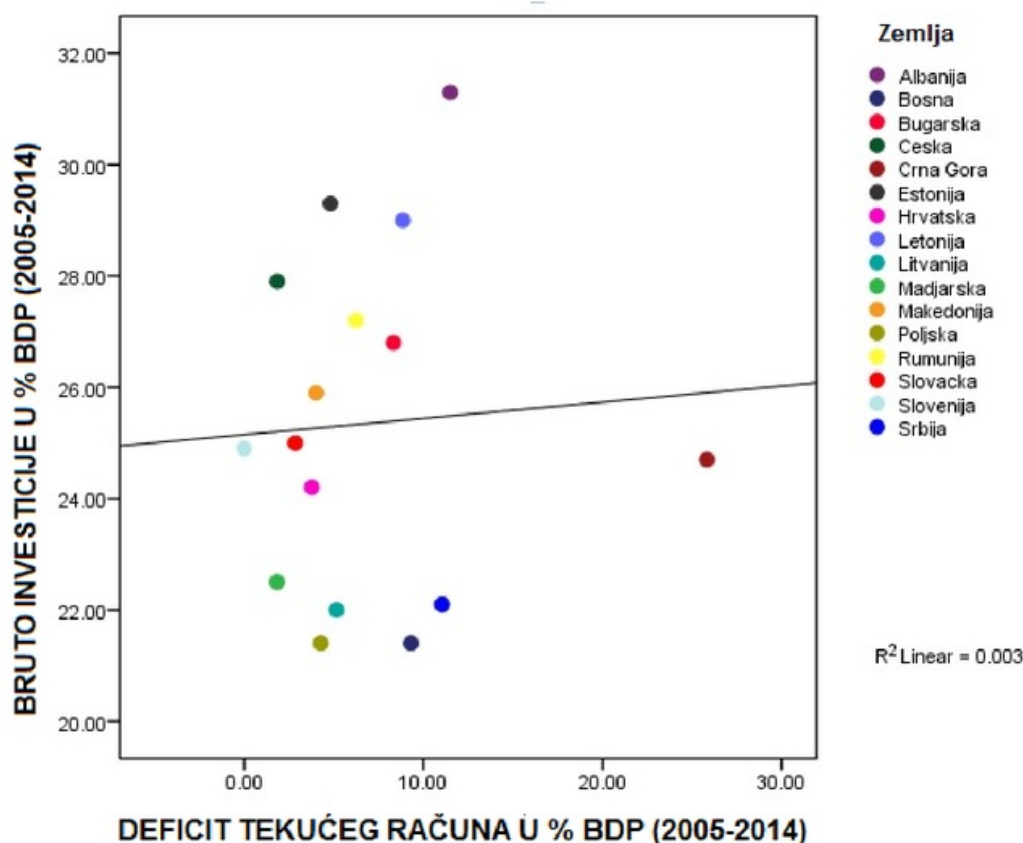
Izvor: Kalkulacija autora, na osnovu podataka MMF-a

Sa grafikona možemo uočiti da je nivo bruto investicija u izabranom uzorku zemalja pre početka tranzicionog procesa (do 1989. godine) bio na višem nivou u odnosu na zemlje u razvoju i na prosečni nivo investicija na svetskom nivou. Od 1990. godine zemlje iz uzorka su imale konstantno niži nivo bruto investicija u odnosu na zemlje u razvoju i u odnosu na svetski nivo (neposredno pred izbijanje svetske ekonomske

krize nivo investicija u tranzicionim ekonomijama se približio svetskom proseku, ali je po izbijanju krize naglo opao) pa možemo reći da **nivo investicija u zemljama centralne i istočne Evrope nije uzrok pojave deficita tekućeg računa**, odnosno da nije došlo do značajnog porasta nivoa bruto investicija.

Da bismo u potpunosti potvrdili gore navedenu tezu, pokušaćemo da utvrdimo kakav je odnos između deficita tekućeg računa i bruto investicija, tj. da li zemlje koje imaju najveći deficit tekućeg računa u odnosu na bruto domaći proizvod imaju i najveći nivo bruto investicija u odnosu na bruto domaći proizvod. Korišćen je uzorak zemalja centralne i istočne Evrope, a podaci su posmatrani u vremenskom periodu od 2005-2014.godine (za svaku zemlju su izračunati proseci deficita tekućeg računa i nivoa bruto investicija u posmatranom periodu). Rezultati su prikazani na grafikonu 4.

Grafikon 4: Odnos između deficita tekućeg računa i nivoa bruto investicija u zemljama centralne i istočne Evrope, 2005-2014



Izvor: Kalkulacija autora na osnovu podataka MMF-a

Kao što vidimo sa grafikona nema pozitivne korelacije između deficita tekućeg računa i nivoa bruto investicija. Pearson-ov koeficijent korelacije iznosi $r = 0.058$ ($n = 16$, $\text{sig} = 0.831$) što znači da je korelacija između dve posmatrane varijable zanemarljiva, a vrednost koeficijenta determinacije pokazuje da se promene deficita tekućeg računa ne mogu objasniti promenama u nivou bruto investicija. Da zaključimo, region kao celina nema veći nivo bruto investicija uprkos visokim deficitima tekućeg računa (neto prilivima stranog kapitala), zemlje u regionu sa najvećim deficitima tekućeg računa nemaju veći nivo bruto investicija od zemalja sa nižim deficitima tekućeg računa.

Na koji način strane direktne investicije utiču na nivo bruto investicija?

Istraživanje koje su sprovedi Bosworth i Collins (1999) pruža dokaze o uticaju kapitalnih priliva na bruto investicije za 58 zemalja u razvoju u periodu od 1978-1995.godine. Njihovo istraživanje je pokazalo da strane direktne investicije, portfolio investicije i zajmovni kapital različito utiču na nivo bruto investicija. Tako na primer, 1 dolar stranih direktnih investicija utiče na povećanje bruto investicija u iznosu od 81 centa, dok je kod portfolio investicija taj iznos samo 11 centi, a zajmavnog kapitala 50 centi. Treba naglasiti da efekat stranih direktnih investicija na bruto investicije varira od zemlje do zemlje u zavisnosti od domaćih propisa, vrste stranih direktnih investicija koje zemlja pretežno privlači i snage domaćih preduzeća.

Lipsey (2002), sa druge strane, u svom istraživanju nije našao nikakve dokaze o uticaju stranih direktnih investicija na nivo bruto investicija u razvijenim zemljama jer se najveći deo stranih investicija u njegovom uzorku odnosio na promenu vlasništva (akvizicije). Sličan zaključak se može očekivati kad su tranzicione zemlje u pitanju s obzirom da najveći broj stranih direktnih investicija predstavljaju kupovine preduzeća u procesu privatizacije. Bez obzira što dolazi do priliva inostranog kapitala takva sredstva se ne moraju upotrebiti za investicione svrhe. U slučaju da država ne koristi dobijena sredstva za izgradnju infrastrukture ili za investicije u državna preduzeća, već u cilju potrošnje, neće doći do povećanja nivoa bruto investicija. Međutim treba reći da u slučaju stranih direktnih investicija koje su povezane sa privatizacijom može doći do povećanja nivoa bruto investicija u slučaju da se vrši dokapitalizacija privatizovanog preduzeća ili je kupoprodajnim ugovorom određeno da je strani investitor u obavezi da investira u proizvodne objekte. Greenfield investicije sa druge

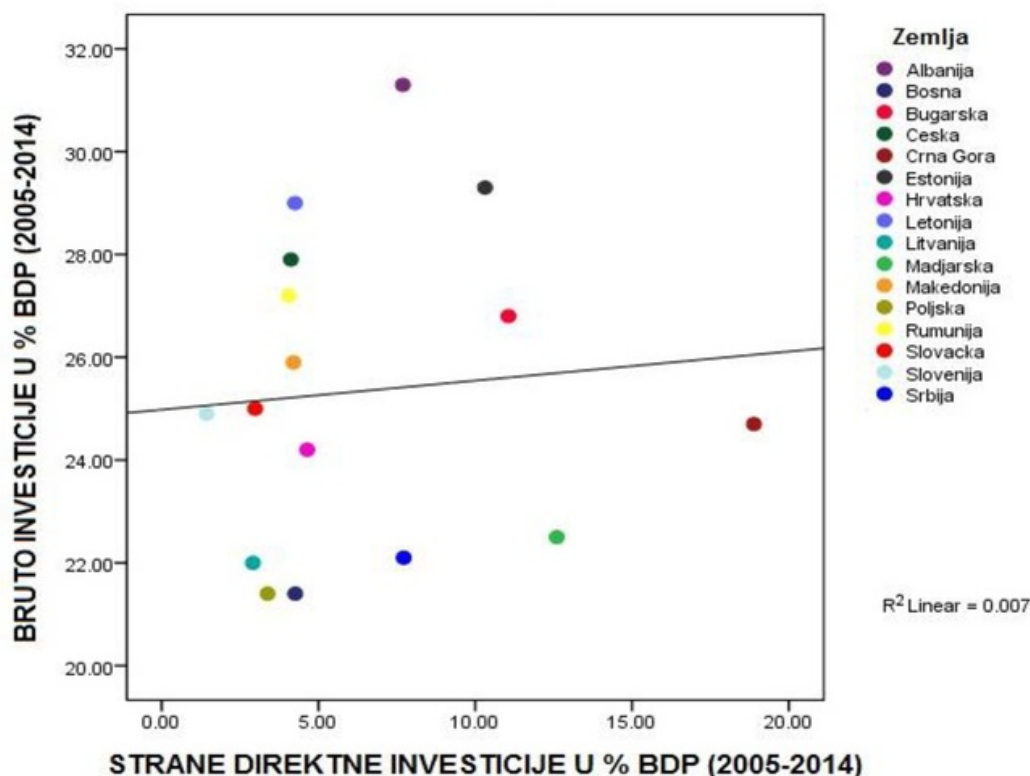
strane imaju isključivo pozitivan uticaj na nivo bruto investicija, ali je broj takvih investicije u većini zemalja centralne i istočne Evrope na skromnom nivou.

Pored vrste stranih direktnih investicija veoma važna je i sektorska distribucija stranih investicija jer u zavisnosti od sektora u koji se investira zavisice i uticaj na nivo bruto investicija. Strane direktne investicije u one privredne grane koje su nerazvijene, u većoj meri utiču na nivo bruto investicija nego investicije u ona područja gde već postoje domaće investicije. U zemljama u razvoju pokušaji domaćih preduzeća da se prošire u nove nerazvijene grane privrede su obično veoma skupi, posebno ako se radi o visoko tehnološkim granama gde finansijski i tehnološki zahtevi daleko premašuju mogućnosti domaćih preduzeća, tako da su strane direktne investicije u tim granama od velikog značaja. Takođe, takvo ulaganje pruža mogućnost domaćim i stranim investitorima da izvrše ulaganje na identičnom području ukoliko prethodna ulaganja, vođena sopstvenim motivima, pomognu u razvoju i izgradnji nedostajuće infrastrukture. Ako strana kompanija uđe u sektor gde već postoji konkurencija među domaćim preduzećima, postoji mogućnost da na taj način sputa investicione mogućnosti koje su pre njenog ulaska bile otvorene za domaća preduzeća. Takođe, strane kompanije imaju mogućnost da uspostave čvrstu poslovnu saradnju sa domaćim preduzećima, da im pruže neophodnu pomoć vezanu za tehnologiju i finansije i istovremeno da predstavljaju stabilno nabavno ili prodajno tržište za njihove proizvode. Domaća preduzeća su u tom slučaju motivisana i pruža im se mogućnost za dodatne investicije. Iz svega ovoga možemo zaključiti da strane direktne investicije mogu imati i pozitivne i negativne efekte na nivo bruto investicija.

Na grafikonu 5 je prikazan odnos između prosečnog priliva stranih direktnih investicija i prosečnog nivoa bruto investicija u periodu od 2000-2009.godine za zemlje centralne i istočne Evrope. Pearsonov koeficijent korelacije iznosi $r = 0.086$ ($n = 16$, $\text{sig} = 0.753$) što znači da se radi o zanemarljivoj pozitivnoj korelaciji, dok koeficijent determinacije iznosi svega $r^2 = 0.007$. Priliv stranih direktnih investicija nema nikakav uticaj na nivo bruto investicija, što znači da bez obzira što region kao celina ima relativno visok priliv stranih direktnih investicija to ne utiče da region ima relativno visok nivo bruto investicija u odnosu na ostale svetske regione. U isto vreme, to znači da su sredstva dobijena prodajom preduzeća stranim investitorima u

procesu privatizacije uglavnom iskorišćena za potrebe potrošnje, a ne u investicione svrhe.

Grafikon 5: Odnos između priliva SDI i nivoa bruto investicija u zemljama centralne i istočne Evrope, 2005-2014



Izvor: Kalkulacija autora na osnovu podataka MMF-a

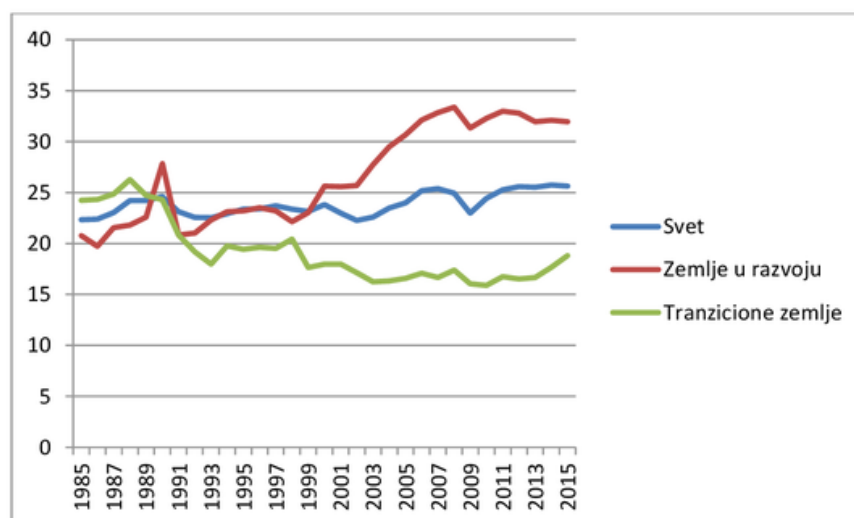
1.2. Javna i privatna štednja u zemljama centralne i istočne Evrope

S obzirom da smo utvrdili da porast investicija nije uzrok pojave deficita tekućeg računa u zemljama centralne i istočne Evrope ostaje nam da utvrdimo da li je pad domaće štednje uzrok te pojave. **Domaća štednja** je zbir privatne i javne štednje i predstavlja ukupna novčana sredstva koja mogu biti upotrebljena za finansiranje nacionalnih investicija ili za pozajmice inostranstvu:

$$S = S_p + S_g \quad (6)$$

Dakle, deficit tekućeg računa može biti posledica pada privatne štednje ili pada javne štednje (veći budžetski deficiti). Pad domaće štednje prouzrokovan visokim budžetskim deficitima se smatra potencijalno opasnijim nego pad privatne štednje jer pad privatne štednje predstavlja najčešće tranzicioni fenomen dok je strukturalne deficite javnog sektora veoma teško otkloniti. Poređenje nivoa domaće štednje u tranzicionim zemljama centralne i istočne Evrope sa zemljama u razvoju i na svetskom nivou prikazano je na grafikonu 6. Sa grafikona se jasno uočava da je u pred tranzicionom periodu nivo domaće štednje u zemljama tranzicije bio na višem nivou u odnosu na zemlje u razvoju (mereno procentualno u odnosu na BDP), a da sa početkom tranzicije započinje nagli pad nivoa domaće štednje koji je sada ispod 20% BDP-a (u slučaju zemalja u razvoju nivo domaće štednje je preko 30% BDP-a). **Koji su uzroci pada domaće štednje u zemljama tranzicije? Da li je problem u padu privatne ili javne štednje?**

Grafikon 6: Poređenje nivoa domaće štednje u različitim regionima, u % BDP, 1985-2015



Izvor: Kalkulacija autora na osnovu podataka MMF-a

U literaturi relacija između budžetskog deficita i deficita tekućeg računa se često objašnjava teorijom o deficitima blizancima (Cavallo, 2005). Prema ovoj teoriji oba deficita se kreću u istom smeru. U otvorenoj ekonomiji sa plivajućim deviznim kursom porast javne potrošnje dovodi do pada domaće štednje. Smanjenje nivoa domaće štednje utiče na povećanje kamatnih stopa, a povećanje kamatnih stopa utiče na privlačenje kapitalnih priliva iz inostranstva (dolazi do povećanja tražnje za

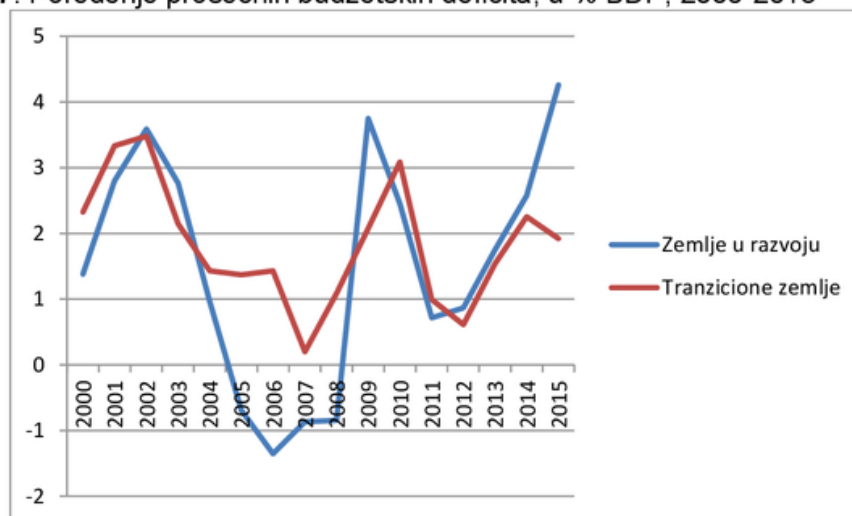
državnim obveznicama usled privlačnih kamatnih stopa). U takvim uslovima, priliv kapitala iz inostranstva utiče na apresijaciju nacionalne valute što negativno utiče na kompetitivnost izvoza (zbog većih cena izvoznih proizvoda u stranoj valuti), a uvozne proizvode čini jeftinijim. Porast uvoza i pad izvoza utiču na spoljnotrgovinski bilans i dolazi do pojave deficita tekućeg računa. Ovaj transmisioni mehanizam se naziva Feldštajnov lanac. Griffin (1978) smatra da u slučaju zemalja u razvoju pristup inostranom kapitalu smanjuje inicijativu države da budžetski deficit pokriva većim porezima pa domaćinstvima ostaje više sredstava koja se koriste u potrošačke svrhe i na taj način dolazi do još većeg smanjenja nivoa domaće štednje.

19
Sa druge strane, pojedini ekonomisti smatraju da ne postoji veza između budžetskog deficita i deficita tekućeg računa i pozivaju se na Rikardovu teoriju ekvivalencije (Barro, 1989). Rikardova teorema sugerise da ne postoji razlika da li država finansira budžetski deficit zaduživanjem ili povećanjem poreza, efekat na ukupni nivo tražnje u ekonomiji je isti. Pošto su državne obveznice dužničke hartije od vrednosti njihova otplata znači da će porezi morati biti povećani u budućnosti. Država je u ovom slučaju u dilemi da li oporezovati sada ili kasnije. Ukoliko država odluči da finansira dug zaduživanjem, prema Rikardovoj teoremi, domaćinstva će svesno smanjiti sadašnju potrošnju (sa ciljem da bi mogli da plate buduće povećane poreze) i kupiće državne obveznice. Drugim rečima, domaćinstva apsorbju sav dodatni dug države i nema potrebe za korišćenjem inostranog kapitala. Istražujući povezanost budžetskog deficita i deficita tekućeg računa, empirijski, na uzorku deset najrazvijenijih zemalja u periodu od 1959. do 1989.godine, Barro i Grilli (1994) pokazuju da ni stvarne vrednosti deficita ni vrednosti "očišćene" od cikličkih uticaja ne dokazuju vezu sa deficitom na tekućem računu. Barro i Grilli priznaju postojanje uticaja budžetskog deficita na politiku deviznog kursa, zbog porasta kamatnih stopa uzrokovanog deficitom, kao i zbog promene relativnih cena pod uticajem fiskalne politike.

Budžetski deficiti u zemljama centralne i istočne Evrope nisu na previsokom nivou. To najbolje ilustruje grafikon 48 gde je izvršeno poređenje prosečnih budžetskih deficita ove grupe zemalja sa zemljama u razvoju u periodu od 2000-2015.godine. 21
Sa grafikona se može uočiti da su budžetski deficiti tranzicionih zemalja centralne i istočne Evrope znatno veći samo u periodu 2004-2008.godine. Ukoliko se uporedno

posmatraju grafikon 2 (kretanje deficita tekućeg računa) i grafikon 7 dolazi se do zaključka da u slučaju zemalja centralne i istočne Evrope ne važi teorija o deficitima blizancima. U periodu nakon 2000.godine, kada deficiti tekućeg računa u zemljama centralne i istočne Evrope počinju konstantno da rastu, budžetski deficiti pokazuju tendenciju pada. Pojavom svetske ekonomske krize dolazi do promena tim tendencijama, ali ponovo postoji negativna korelacija između kretanja deficita tekućeg računa i budžetskog deficita (deficiti tekućeg računa opadaju a budžetski deficiti pokazuju nagli rast).

Grafikon 7: Poređenje prosečnih budžetskih deficita, u % BDP, 2000-2015



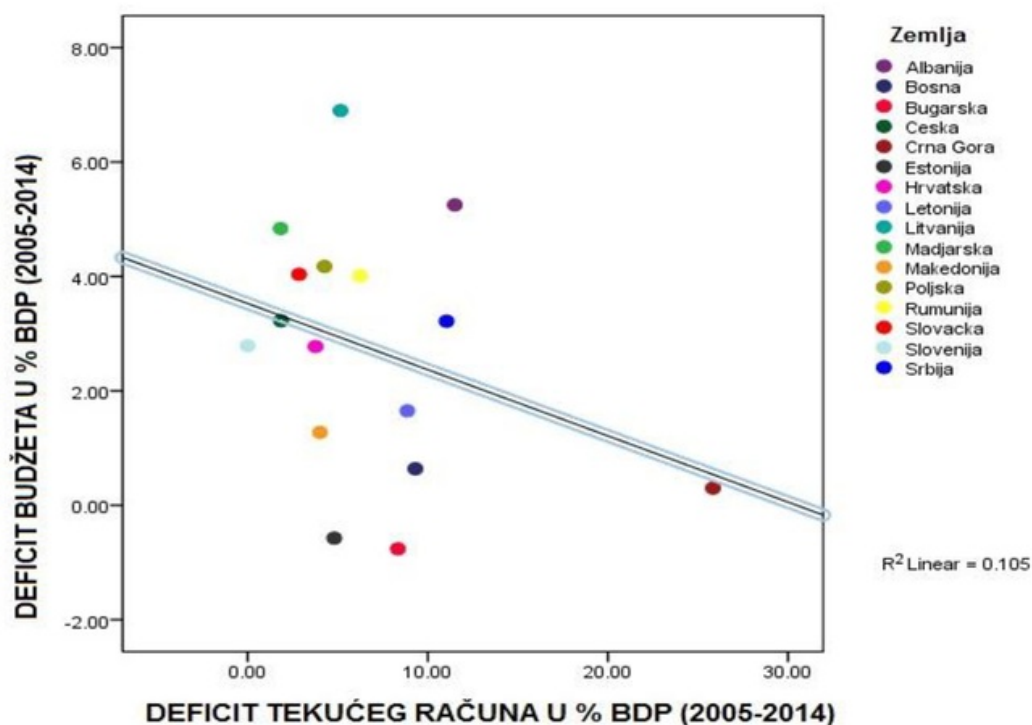
Izvor: Kalkulacija autora na osnovu podataka MMF-a

Da bi potvrdili tezu o negativnoj korelaciji između deficita tekućeg računa i budžetskog deficita, posmatraćemo isti uzorak zemalja centralne i istočne Evrope kao u prethodnim primerima, a porediće se prosečni deficiti tekućeg računa i budžeta u periodu od 2005-2014.godine. Rezultati su prikazani na grafikonu 8.

Sa grafikona 8 se jasno uočava da postoji negativna korelacija između budžetskih deficita i deficita tekućih računa. Pearsonov koeficijent korelacije iznosi $r = -0.325$ ($n = 16$, $p=0.220$) što predstavlja umerenu negativnu korelaciju. Objašnjenje za ovu pojavu može biti to što se u različitim privrednim ciklusima deficiti budžeta i tekućeg računa kreću u različitim smerovima. U periodu ekonomskog "buma" budžetski deficit se smanjuje zbog delovanja automatskih stabilizatora. Kretanja na tekućem računu su u većoj meri anticiklična. Međutim, za vreme ekonomskog "buma" porast

dohotka uslovljava rast agregatne tražnje što utiče na porast uvoza i to se negativno odražava na tekući račun. Takođe u periodu ekonomskog luma dolazi do privlačenja stranih investicija koje utiču na apresijaciju domaće valute što se negativno odražava na kompetitivnost izvoza, a samim tim i na tekući račun platnog bilansa. Ako posmatramo jednačinu $CA = Sp + Sg - I$, povećanje javne štednje Sg se neutrališe smanjenjem privatne štednje Sp (usled veće potrošnje) i povećanjem nivoa investicija. Suprotno tome u periodu recesije dolazi do povećanja budžetskih deficita. Potencijalno visoki budžetski deficiti mogu da izazovu pad ulaganja stranih investitora u državne obveznice usled zabrinutosti za mogućnost države da uredno servisira svoje obaveze što može uticati na smanjenje deficita tekućeg računa bilo zbog delovanja na račun dohotka tekućeg računa (manji prilivi kapitala iz inostranstva znače i manju repatrijaciju profita) bilo putem uticaja na devizni kurs i nivo kamatnih stopa (ne dolazi do apresijacije domaće valute). Da zaključimo, **deficiti tekućeg računa u zemljama centralne i istočne Evrope nisu posledica pada javne štednje.**

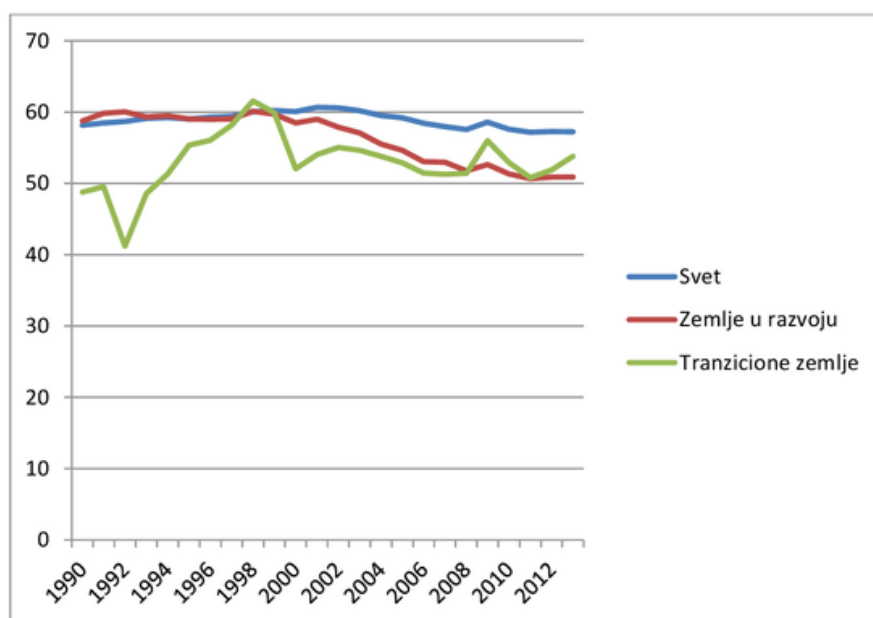
Grafikon 3: Odnos između prosečnih deficita tekućeg računa i prosečnih deficita budžeta za zemlje centralne i istočne Evrope, 2005-2014



Kalkulacija autora na osnovu podataka MMF-a i Svetske banke

S obzirom da su rast ³bruto investicija i pad javne štednje eliminisani kao uzroci, objašnjenje za pojavu deficita tekućeg računa u zemljama centralne i istočne Evrope treba tražiti u padu privatne štednje. Pad privatne štednje nastao je usled visoke privatne potrošnje što možemo videti sa grafikona 9. Nivo privatne potrošnje u zemljama centralne i istočne Evrope bio je početkom tranzicije daleko ispod nivoa svetskog proseka i ispod nivoa zemalja u razvoju, a kasnije beleži znatan rast (početkom veka tranzicione zemlje su imale veći nivo privatne potrošnje od zemalja u razvoju, a taj trend se ponovo javio po izbijanju svetske ekonomske krize)

Grafikon 9: Kretanje nivoa privatne potrošnje u različitim regionima, u % BDP, 1990-2013



Kalkulacija autora na osnovu podataka UNCTADstat-a

Kao primer zemalja u kojima je deficit tekućeg računa postao neodrživ zbog drastičnog pada privatne štednje mogu se navesti Čile u periodu od 1979-1981.godine i Meksiko u periodu od 1977-1981.godine. U oba slučaja prosečan rast realnog BDP-a u godinama koje su prethodile krizi je bio preko 7%. Takođe, pogoršanje bilansa tekućeg računa u godinama koje su prethodile meksičkoj krizi pezosa iz 1994.godine posledica je pada privatne štednje. U slučaju Meksika, "bum" privatne potrošnje i nagli pad privatne štednje je pokrenut zajedničkim silama dva faktora, pre optimistične procene o budućem ekonomskom rastu i smanjivanjem likvidnosnih ograničenja vezanih za potrošnju koji potiču od liberalizacije domaćeg

tržišta kapitala (Roubini i dr, 1998, str.7).I u slučaju Čilea i u slučaju Meksika račun budžeta je bio u suficitu.

U većini tranzicionih zemalja nivo privatne štednje u pred tranzicionom periodu je bio veoma visok. Prema Denizer-u i Wolf-u (1998) postoje tri glavna faktora koji su uticali na tako visok nivo privatne štednje. Prvo, odsustvo efikasnih domaćih kredita i tržišta kapitala kao i ograničene mogućnosti pristupa međunarodnim finansijskim tržištima uticali su na porast značaja privatne štednje. Bez privatne štednje domaćinstva su imala ograničene mogućnosti da izglade iznenadne promene u prihodima. Drugo, u tranzicionim zemljama je postojala "prinudna štednja". Došlo je do poremećaja ekvilibrijuma između dohotka i raspoloživih dobara za potrošnju koji je nastao tokom 80-tih godina kada je došlo do rasta nominalnih plata koji nije praćen rastom raspoloživih potrošačkih dobara. Zbog postojanja fiksnih cena postojeća latentna tražnja nije zadovoljena postojećim proizvodima i to je rezultiralo pojavom akumulacije u vidu visoke privatne štednje koja je najčešće čuvana u likvidnoj formi. Treće, postojala je štednja koja je bila dobrovoljna, sa očekivanjem da će predstojeće sistematske promene omogućiti veću raspoloživost potrošačkih dobara.

Pad bruto domaćeg proizvoda, visoka inflacija i rastuća nezaposlenost doneli su veliku nesigurnost na početku tranzicionog procesa. Pad privatne štednje u tom periodu objašnjava se padom dohotka i željom domaćinstava da zaduživanjem održe dugoročni nivo potrošnje. To je u skladu sa teorijom o intertempolarnom izgladivanju potrošnje po kojoj ljudi imaju želju da održe stabilne nivoe potrošnje i da je njihova potrošnja vezana sa permanentnim dohotkom (Friedman, 1957). Ova teorija je u suprotnosti sa percepcijom da ljudi imaju marginalnu sklonost ka potrošnji i da je njihova trenutna potrošnja povezana sa njihovim trenutnim dohotkom. Kad je dohodak poremećen tranzicionim šokovima, domaćinstva ne menjaju svoj nivo potrošnje već dolazi do prilagođavanja putem korišćenja štednje ili zaduživanjem. Domaćinstva smatraju da će sadašnju potrošnju moći da kompenzuju na osnovu budućeg očekivanog rasta u prihodima u periodu kada se ekonomska situacija stabilizuje.

Teorija intertempolarnog izgladivanja potrošnje može da objasni pad privatne štednje u početnoj fazi tranzicije, ali ne može da objasni zašto nije došlo do podizanja nivoa štednje i oporavka tekućeg računa u periodu kada su tranzicione zemlje počele da

ostvaruju ekonomski rast. Aguiar i Gopinath (2004) su pokušali da istraže ovaj problem. Oni smatraju da subjekti u ekonomsko razvijenim zemljama i u tranzicionim zemljama različito reaguju na iznenadni ekonomski rast. Kada razvijene zemlje beleže ekonomski rast subjekti to percipiraju kao pozitivnu promenu tranzitornog dohotka i zato podižu nivo štednje što je u skladu sa intertemporalnom teorijom o izgladivanju potrošnje. Međutim, kada se ekonomski rast pojavi u tranzicionim zemljama, subjekti to ne doživljavaju kao tranzicioni šok već kao znak da će verovatno doći do dugoročnog ekonomskog rasta i zato podižu svoj nivo potrošnje. U oba slučaja subjekti teže da izgledaju svoju potrošnju tokom vremena, ali ključna razlika je kako subjekti interpretiraju skorašnji rast i na koji način formiraju očekivanja o dugoročnom ekonomskom rastu. Za rezidente tranzicionih zemalja, pojava ekonomskog rasta je signal da se ove ekonomije kreću ka zapadnom nivou životnog standarda i zato se odlučuju za zaduživanje sada, kako bi uticali na poboljšanje životnog standarda odmah.

Gore navedeni argumenti bi trebalo takođe da važe za tranzicione zemlje u Aziji, tako da bi i one trebalo da imaju niske nivoe štednje, poput evropskih tranzicionih zemalja, što nije slučaj. Očigledno je da postoje još neki faktori koji utiču na nivo privatne štednje koje je neophodno uzeti u obzir. Jedan od mogućih uzroka pada privatne štednje je demografsko starenje koje je mnogo veće u Evropi nego u Aziji. Evropske zemlje se suočavaju sa ubrzanim procesom starenja stanovništva, kao posledica produženja životnog veka i oštrog pada nataliteta. U Evropi se nalazi 19 od 20 zemalja sa prosečno najstarijim stanovništvom na svetu. Prema Modiglianijevoj teoriji o životnom ciklusu (Modigliani, 1970) stariji ljudi u penziji, zbog pada prihoda, počinju da troše prethodno akumulirana sredstva. Takođe, prema neoklasičnoj teoriji ekonomskog rasta, starenje nacije ima negativan efekat na nivo investicija, jer je nivo rasta kumulativnog nivoa kapitala određen rastom radne snage (koji se usporava zbog starenja nacije) i rastom kapitalne opremljenosti rada. Uticaj na nivo štednje je veći nego na nivo investicija što se negativno odražava na bilans tekućeg računa. Treba uzeti u obzir i da su socijalna zaštita i penzioni sistem u evropskim zemljama mnogo bolje razvijeni nego u azijskim zemljama što umanjuje potrebu za visokim nivoom štednje iz predostrožnosti.

Dodatni faktor koji je neophodno razmotriti kada se vrši komparacija između evropskih i azijskih tranzicionih zemalja je to što se većina azijskih zemalja odlučila za izvozno orijentisani rast koji se bazira na podcenjenom deviznom kursu sa ciljem da se poboljša cenovna konkurentnost domaćih proizvoda na stranom tržištu. U ovim zemljama suficit tekućeg računa je makroekonomski cilj koji se direktno targetira. Ispostavilo se da je izvozno orijentisani model rasta uticao na formiranje većeg nivoa privatne štednje i većeg nivoa investicija nego kod zemalja koje su mnogo otvorenije za strani kapital.

Diaz-Alejandro (1963) je pokušao da objasni vezu između depresijacije kursa i rasta privatne štednje. On smatra da depresijacija smanjuje realne plate i tako pomera distribuciju dohotka od radnika ka vlasnicima kapitala. Na osnovu rasta profita dolazi do rasta štednje preduzeća koja je glavna komponenta privatne štednje. Sa druge strane, u evropskim tranzicionim zemljama imamo pojavu apresijacije deviznog kursa zbog kapitalnih priliva iz inostranstva i to utiče na sniženje profita i štednje preduzeća.

Takođe, pojava apresijacije u tranzicionim zemljama se objašnjava pomoću Ballassa-Samuelson efekta. Proces tranzicije i privatizacije dovodi do restrukturiranja preduzeća, u smislu određivanja prave veličine preduzeća (aktive, kapitala i broja zaposlenih). Navedene mere dovode do povećanja produktivnosti i konkurentnosti preduzeća. Rast produktivnosti u sektoru razmenljivih dobara je veći nego u sektoru nerazmenljivih dobara. Rast produktivnosti u sektorima sa razmenljivim dobrima omogućuje rast plata uz stabilne cene. Međutim, takav rast plata nije lokalizovan na sektor sa razmenljivim dobrima već dolazi do tzv. "demonstracionog efekta" odnosno do povećanja plata i u sektoru nerazmenljivih dobara koji nije praćen adekvatnim rastom produktivnosti. S obzirom da se rast plata širi na celu ekonomiju dolazi do relativnog skoka cena u sektoru nerazmenljivih dobara jer postoji manji rast produktivnosti u tom sektoru. Na pojavu inflacije dakle utiče i porast cene dobara (troškovna inflacija) i porast agregatne tražnje (inflacija tražnje). U skladu sa teorijom o paritetu kupovnih snaga, smanjenje kupovne snage domaće valute usled inflacije dovodi do apresijacija realnog deviznog kursa.

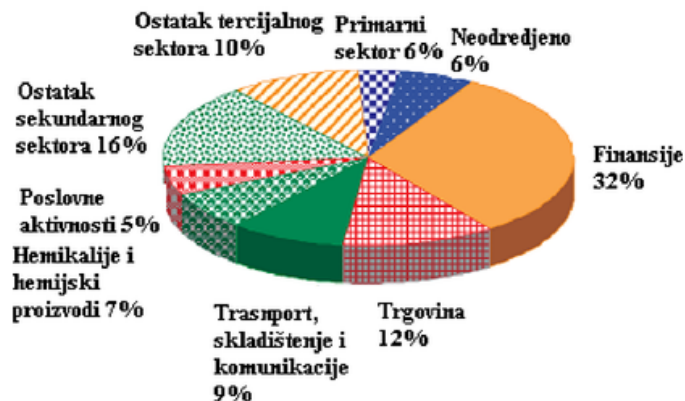
S obzirom na predmet istraživanja u ovom radu neophodno je ispitati vezu između stranih direktnih investicija i nivoa domaće štednje. Ova veza u literaturi nije u

potpunosti ispitana. Chung i dr. (1995) su u istraživanju koje su sprovedi došli do zaključka da SDI utiču na porast domaće štednje. Slično tome, Al-Abdulrazag i Bataineh (2007) su ispitujući vezu između SDI i nivoa domaće štednje došli do zaključka da postoji pozitivna korelacija između ove dve varijable. Shahbaz i dr. (2010) su u slučaju Pakistana došli do zaključka da postoji komplementarnost između SDI i domaće štednje, a do istog zaključka se došli istraživači koji su se tim problemom bavili u Jordanu.

Većina ovih autora smatra da SDI imaju direktan pozitivan efekat na ekonomski rast i da ekonomski rast utiče na porast domaće štednje. Međutim, u prethodnom delu rada smo imali prilike da vidimo da veza između ekonomskog rasta i nivoa domaće štednje nije uvek čvrsta i da kretanje nivoa domaće štednje u velikoj meri zavisi od percepcije subjekata o budućem ekonomskom rastu. Sa druge strane, mnogi autori koji su proučavali odnos između SDI i domaće štednje u manje razvijenim zemljama, došli su do zaključka da postoji negativna korelacija. Edwards (1990) je u svom istraživanju došao do zaključka da 1% povećanja priliva SDI utiče na smanjenje domaće štednje u iznosu od 0.63%. Ovakva negativna korelacija se objašnjava uticajem SDI na nivo potrošnje.

Da bi ispitali da li slična korelacija postoji i u tranzicionim zemljama neophodno je da analiziramo sektorsku distribuciju stranih direktnih investicija. Na grafikonu 10 prikazana je sektorska distribucija SDI u zemljama jugoistočne Evrope. Sektorska distribucija SDI nam pokazuje da veliki procenat od ukupnih investicija ide u one sektore koji utiču na rast potrošnje (izuzetno visoka su, pre svega, ulaganja u sektor finansija, maloprodaju i u poslove sa nekretninama) tako što stimulišu tražnju za dobrima ili što obezbeđuju kredite koji su predodređeni da finansiraju potrošnju. Iako se razvoj finansijskog sektora često promovise kao način da se poveća nivo domaće štednje (tako što se štednja sliva u bankarski sektor i sprečava pojava odliva kapitala), može doći i do smanjenja domaće štednje povećanjem potrošačkih kredita za subjekte koji su prethodno bili likvidonosno ograničeni.

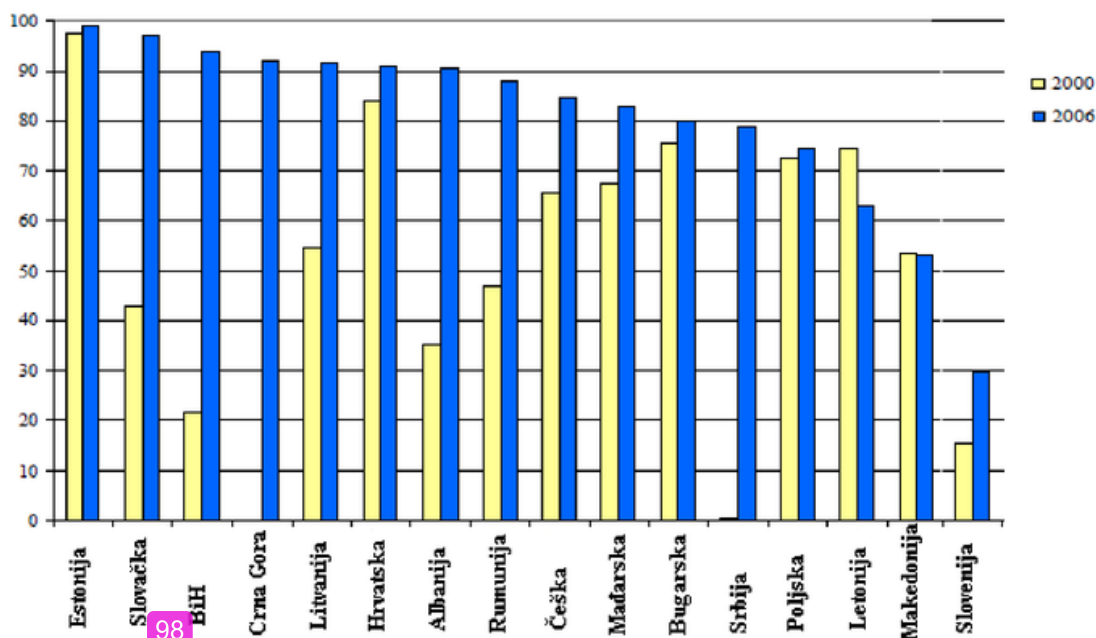
Grafikon 10: Sektorska distribucija SDI u jugoistočnoj Evropi, u 2009.godini



Izvor: UNCTAD: World Investment Report (2010), str.52

Bankarski sektor koji je u vreme centralno-planske privrede bio slabo razvijen doživeo je velike promene ulaskom banaka u stranom vlasništvu na tržište. Udeo stranih banaka u ukupnoj bankarskoj aktivnosti zemalja centralne i istočne Evrope je među najvišima u svetu i konstantno je rastao početkom veka, što je prikazano na grafikonu 11.

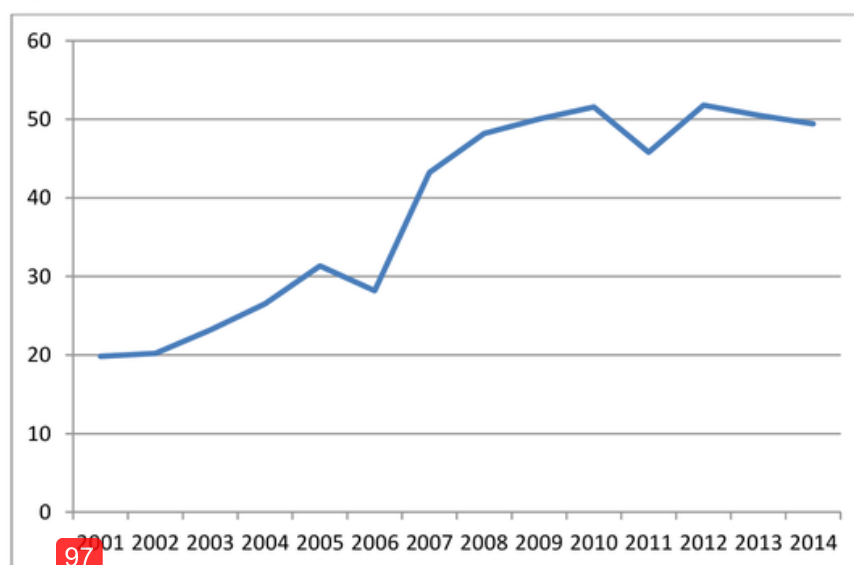
Grafikon 11: Udeo stranih banaka u ukupnoj bankarskoj aktivnosti u zemljama centralne i istočne Evrope, 2000 - 2006



Izvor: Arvai, Z., Driessen, K., Otker-Robe, I. (2009), str.6, modifikovano

Ulaskom stranih banaka na tržište došlo je do naglog rasta kreditne zaduženosti privatnog sektora u svim tranzicionim zemljama koja je posledica veoma sličnih (možemo reći agresivnih) poslovnih strategija stranih banaka. S obzirom da je nivo depozita bio ograničen niskom domaćom štednjom, afilijacije stranih banaka su u cilju finansiranja kreditne ekspanzije morale da pozajmljuju sredstva od matičnih banaka. Kretanje prosečnog nivoa domaćih kredita ka privatnom sektoru u odnosu na bruto domaći proizvod u zemljama jugoistočne Evrope prikazano je na grafikonu 12.

Grafikon 12: Prosečan udeo domaćih kredita ka privatnom sektoru u % BDP, u zemljama jugoistočne Evrope, 2001-2014



Izvor: Kalkulacija autora na osnovu podataka Svetske banke

Banke su češće pozajmljivale sredstva "nerazmenjivom" uslužnom sektoru i domaćinstvima u cilju potrošnje nego što je to slučaj sa "razmenjivim" sektorom. Dodatnu opasnost za tekući račun predstavlja činjenica da strane banke imaju tendenciju promovisanja kredita koji su denominirani u stranoj valuti (sa ciljem da umanje devizni rizik) kao i kratkoročnih potrošačkih kredita u stranoj valuti. U Rumuniji i Bugarskoj više od dve trećine odobrenih kredita je denominirano u stranoj valuti.

Na osnovu prethodno izloženog možemo zaključiti da **uzrok pojave rastućih deficita tekućeg računa u zemljama centralne i istočne Evrope nije u porastu investicija već u padu domaće štednje** (gde je posebno značajan pad privatne štednje). Na početku tranzicionog procesa došlo je do naglog pada proizvodnje koji je uticao na pad i domaće štednje i investicija. Pad nivoa domaće štednje je bio mnogo veći nego pad investicija u periodu od 1990-1993.godine, što je uticalo na pojavu debalansa tekućeg računa. U periodu od 1993. do 1995.godine došlo je do bržeg pada nivoa investicija u odnosu na pad nivoa domaće štednje pa su deficiti tekućeg računa smanjeni. Pojavom ekonomskog rasta u tranzicionim zemljama dolazi do produbljivanja deficita tekućeg računa zbog blagog povećanja nivoa investicija i stagnantne i opadajuće domaće štednje.

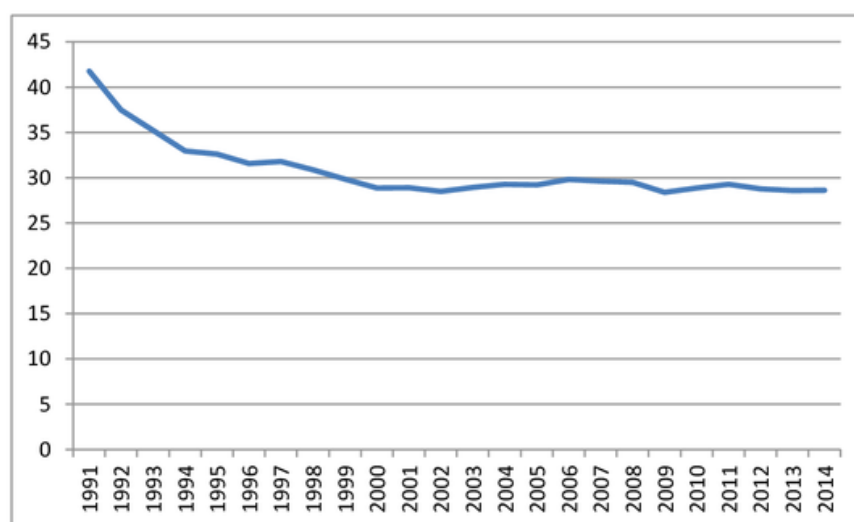
Činjenica da investicije u ovom regionu nisu posebno visoke je intrigantna s obzirom na izvanredan potencijal i komparativne prednosti koje većina ovih zemalja poseduje. Bez obzira na pristup tržištu Evropske unije, relativno dobar humani kapital, otvorenost ka stranom kapitalu i tehnologijama, prirodna bogatstva i mogućnost zaduživanja na evropskom tržištu kapitala bez plaćanja premije rizika, tranzicione zemlje imaju mnogo niži nivo bruto investicija nego ostale zemlje u razvoju. Sa druge strane, ove ekonomije se ističu niskim nivoom domaće štednje u odnosu na zemlje u razvoju. Kao što je istaknuto postoji nekoliko mogućih objašnjenja: domaćinstva su optimistična po pitanju budućeg rasta pa odlučuju da se zadužuju, povećava se broj penzionera koji troše svoju štednju kako bi kompenzovali niže dohotke, socijalna zaštita i penzioni sistem ulivaju poverenje pa nema potreba za štednjom iz predostrožnosti, kretanje deviznog kursa uticalo je na smanjenje štednje preduzeća, potrošacki krediti su veoma dostupni.

Sa druge strane fiskalni deficiti koji se najčešće povezuju sa padom domaće štednje, u slučaju zemalja centralne i istočne Evrope nisu toliko problematični i teorija o deficitima blizancima u slučaju ovih zemalja ne važi.

Problemi visokih deficita tekućeg računa i brzog rasta spoljnog duga dovode do pitanja o modelu ekonomskog rasta koji je prisutan u zemljama centralne i istočne Evrope. Strategija razvoja tranzicionih privreda bila je zasnovana na preporukama međunarodnih finansijskih institucija, Svetske banke i Međunarodnog Monetarnog Fonda, naročito u prvoj polovini 90-tih godina prošlog veka. Reč je o neoliberalnom

konceptu tranzicije koji se temelji na primeni šok terapije. Ekonomski rast zasnovan na potrošnji, kreditnoj ekspanziji banaka i rastu spoljne zaduženosti vodi neminovno do pojave finansijske krize. Struktura stvaranja BDP-a tranzicionih zemalja se znatno izmenila u proteklih 20 godina, a karakteriše je smanjenje udela poljoprivredne i industrijske proizvodnje i povećanje udela uslužnog sektora u formiranju BDP-a. Na grafikonu 13 prikazano je kretanje prosečnog nivoa industrijske proizvodnje u zemljama centralne i istočne Evrope.

Grafikon 13: Udeo dodate vrednosti industrijskog sektora u bruto domaćem proizvodu, u zemljama centralne i istočne Evrope, 1991-2014



Izvor: Kalkulacija autora na osnovu podataka Svetske banke

Deindustrijalizacija koja je karakteristična za sve tranzicione zemlje predstavlja ozbiljnu opasnost. Implikacije deindustrijalizacije na tekući račun su prilično jasne s obzirom da manja industrijska proizvodnja znači i manju ponudu dobara za razmenu i veću potrebu za uvozom dobara iz drugih zemalja. Pored toga deindustrijalizacija dovodi do ³ nezaposlenosti i gubitka veoma važnog resursa – industrijskog radnika. Za zemlje centralne i istočne Evrope veoma važno je da povećaju nivo investicija u industrijskom sektoru, da poboljšaju konkurentnost industrijskog sektora i da svoj ekonomski rast baziraju na rastu proizvodnje i izvozu.

Strane direktne investicije mogu da imaju veoma značaj uticaj na model rasta. Među tranzicionim zemljama Evrope u zavisnosti od modela rasta razlikujemo 3 grupe zemalja:

1) Zemlje koje svoj ekonomski rast baziraju na rastu usluga – većina zemalja centralne i istočne Evrope spada u ovu grupu zemalja. Karakterišu ih nedovoljna konkurentnost privrede, visoki spoljnotrgovinski deficiti i rast spoljnog duga. Najveći deo stranih direktnih investicija u ovim zemljama je upravo u uslužnom sektoru.

2) Zemlje koje su u svoj model ekonomskog rasta integrisale određene elemente izvozno-orijentisanog rasta – ovoj grupi zemalja pripadaju zemlje kao što su na primer Češka, Mađarska, Slovačka. Ove zemlje su privukle solidan nivo izvozno orijentisanih greenfield investicija tako da je njihov ekonomski rast na zdravijim osnovama u poređenju sa ostalim zemljama centralne i istočne Evrope.

3) Zemlje koje svoj ekonomski rast baziraju na izvozu berzanske robe – ovoj grupi zemalja pripadaju zemlje CIS-a kao što su na primer Rusija, Belorusija, Ukrajina, Moldavija, Azerbejdžan. Ekonomija ovih zemalja je u velikoj meri zavisna od kretanja cena na svetskim berzama i promenama u tražnji, a u tim zemljama je u izvesnoj meri prisutan sindrom “holandske bolesti”. U ovim zemljama je prisutan znatan nivo stranih direktnih investicija u primarnom sektoru.

Jasno je da strane direktne investicije mogu u velikoj meri da utiču na model ekonomskog rasta i da je sektorska distribucija stranih direktnih investicija veoma važna. Treba reći da je određeni broj tranzicionih zemalja privukao veoma nizak nivo stranih investicija, a to su uglavnom zemlje koje su u velikoj meri bile zavisne od međunarodne pomoći, a sada zavise od radničkih doznaka – ovoj grupi zemalja pripadaju zemlje kao što su na primer Albanija, Moldavija, Jermenija. Na osnovu svega na kraju možemo reći da model rasta koji je prisutan u većini zemljama centralne i istočne Evrope nije adekvatan i postavlja se veliko pitanje njegove održivosti. Činjenica da je sa pojavom svetske ekonomske krize došlo do drastičnog pada bruto domaćeg proizvoda u regionu centralne i istočne Evrope koji je mnogo veći nego u bilo kom drugom regionu sveta ukazuju na ozbiljne strukturne probleme sa kojima se suočavaju ekonomije ovih zemalja.

2. Uticaj stranih direktnih investicija na finansiranje i održivost deficita tekućeg računa Srbije

Prelazak iz centralno-planskog sistema privređivanja u tržišnu ekonomiju zahteva otvaranje zemlje prema svetu koje ne obuhvata samo liberalizaciju trgovine već i tokova kapitala. Zemlje su kontrolu tokova kapitala široko koristile sa ciljem da se izbore sa platno-bilansnim problemima kao i u cilju kontrole deviznog kursa, kamatnih stopa i održanja autonomije u monetarnoj politici. Većina tranzicionih zemalja je sa velikim oprezom krenula u liberalizaciju kapitalnog računa primenjujući gradualistički pristup. Ukinute su restrikcije na priliv stranih direktnih investicija kao i restrikcije po pitanju repatrijacije profita i uloženog kapitala, a zadržana su ograničenja po pitanju priliva ostalih vrsta investicija. Ozbiljnija ograničenja su zadržana kada se radi o kratkoročnim transakcijama, a samo pojedine zemlje su potpuno liberalizovale tokove portfolio investicija.

Otvaranje kapitalnog računa donosi određene ²⁵ prednosti ali sa sobom nosi i određene rizike. Prema Jadhav-u (2003, str.6) prednosti liberalizacije kapitalnog računa su:

- Otvoreni račun kapitala donosi veću finansijsku efikasnost, specijalizaciju i inovativnost tako što izlaže finansijski sektor globalnoj konkurenciji;
- Zemljama u razvoju su neophodni eksterni izvori finansiranja kako bi se ublažio jaz između niske domaće štednje i realnih potreba za većim investicijama;
- Rezidenti dobijaju mogućnost da baziraju svoje potrošačke i investicione odluke na međunarodnim kamatnim stopama što može povećati njihovo blagostanje;
- Određivanjem prave cene kapitala, otvoreni račun kapitala omogućava optimizaciju agregatne štednje i investicija što doprinosi alokativnoj efikasnost i konkurentskoj disciplini;
- Pružanjem mogućnosti korišćenja svetskog tržišta kapitala za diferzifikaciju portfolio investicija, otvoreni račun kapitala dozvoljava i štedišama i investitorima da zaštite vrednost svoje imovine putem redukcije rizika.

Pored prednosti liberalizacija kapitalnog računa je povezana sa određenim opasnostima. Rizici liberalizacije računa kapitala su:

- Otvoreni račun kapitala može da dovede do odliva domaće štednje što u kapitalno deficitarnim zemljama kao što je slučaj sa većinom tranzicionih zemalja može dovesti do smanjenih domaćih investicija;
- Konvertibilnost računa kapitala izlaže ekonomiju većoj makroekonomskoj nestabilnosti usled volatilnosti tokova kratkoročnog kapitala i rizika od velikih kapitalnih odliva. Špekulativna kretanja kratkoročnog kapitala vezana za kretanje kamatnih stopa mogu da učine monetarnu politiku neefikasnom. Povoljna okolnost za tranzicione zemlje je što su kratkoročne portfolio investicije (tzv. „vruć novac“) relativno niske pa ne postoji velika opasnost od iznenadnog špekulativnog odliva kapitala;
- Značajni kapitalni prilivi mogu da dovedu do apresijacije deviznog kursa što negativno utiče na konkurentnost izvoza zemlje domaćina. Sa druge strane, odliv kapitala može da dovede do pojave platno-bilansne krize, depresijacije deviznog kursa i pojave inflacije;
- Otvoreni račun kapitala može da dovede do pojave finansijskih mehura, naročito na tržištu akcija i u sektoru nekretnina, čije pucanje može da ima negativne eksterne efekte na ekonomiju u celini.

Liberalizacija kapitalnog računa usko je povezana sa pojavom rastućih deficita tekućeg računa u tranzicionim zemljama jer bez liberalizacije kapitalnog računa tranzicione zemlje ne bi bile u mogućnosti da finansiraju tako visoke deficite tekućeg računa. Deficit tekućeg računa finansira se suficitom računa kapitala i promenama u deviznim rezervama. Suficit računa kapitala nastaje na osnovu pozitivnih neto tokova stranih direktnih investicija, portfolio investicija i ostalih investicija. To se može predstaviti i pomoću formule:

$$TR = - (SDI + PI + OI - \Delta DR) \quad (7)$$

gde je TR- tekući račun, SDI – strane direktne investicije, PI- portfolio investicije, OI – ostale investicije i ΔDR – promene u deviznim rezervama.

2.1. Strane direktne investicije kao izvor finansiranja deficita tekućeg računa Srbije

SDI smatraju se za najkvalitetniji izvor finansiranja deficita tekućeg računa. ³⁷ Prednost stranih direktnih investicija u odnosu na portfolio investicije je činjenica da SDI predstavljaju mnogo stabilniji finansijski tok, budući da je investicije u osnovna sredstva daleko teže povući u odnosu na investicije u vlasničke odnosno dužničke hartije od vrednosti. Goldstein i Razin (2002, str.3-4) su manju volatilnost tokova ³⁷ stranih direktnih investicija u odnosu na portfolio investicije objasnili pomoću ključnih razlika u ovim tipovima investicija. Ključna razlika proizilazi iz činjenice da se stranim direktnim investicijama stiču vlasničke i upravljačke privilegije za razliku od portfolio investicija kojima se stiče samo vlasništvo bez mogućnosti kontrole. Direktni investitori koji efektivno upravljaju svojim preduzećima su mnogo bolje informisani o budućim perspektivama njihovih investicionih projekata. Sa druge strane u slučaju portfolio investicija postoji razlika u interesu menadžmenta (koji je zainteresovan za dugoročni rast preduzeća i njegovo minimalno izlaganje potencijalnim rizicima) i interesu portfolio investitora koji su zainteresovani za ostvarivanje što većeg profita u što je moguće kraćem vremenskom periodu. Ova razlika u informisanosti, međutim, u situacijama kada postoje eksterni šokovi negativno utiče na cenu direktnih investicija s obzirom da će potencijalnu kupci nuditi manju cenu znajući da investitor ima više informacija o budućoj (nepovoljnoj) perspektivi investicije i da zato vrši prodaju.

U praksi, za vreme finansijske krize u Aziji (1997-1998 god.), strane direktne investicije su bile vrlo stabilne za razliku od portfolio investicija. Sličan slučaj bio je sa meksičkom krizom (1994-1995) i sa krizom latinoameričkih zemalja tokom 80-tih godina prošlog veka kao i sa svetskom finansijskom krizom iz 2008.godine kada je zabeležen pad priliva stranih direktnih investicija bio mnogo manji nego u slučaju portfolio investicija i zajmavnog kapitala. Koristeći podatke Svetske banke na uzorku 111 zemalja, Albuquerque (2003) je došao do zaključka da 88% zemalja u uzorku ima manji koeficijent varijacije neto stranih direktnih investicija u odnosu na ostale vrste priliva kapitala. Iako je stabilnost SDI veća u odnosu na ostale vrste kapitalnih tokova, usled određenih šokova, može doći do njihovog drastičnog smanjenja, pa

čak i prekida priliva kao što se desilo u Rusiji neposredno nakon izbijanja krize 1998.godine.

36

Prednost stranih direktnih investicija u odnosu na ostale investicije je što ne uvećavaju dug. Pod ostalim investicijama smatraju se kratkoročni trgovački krediti i kratkoročni, srednjoročni i dugoročni finansijski krediti koji stvaraju obaveze po osnovu otplate kredita. Bez obzira što ne uvećavaju dug, SDI dovode do odliva kapitala po osnovu repatrijacije profita što sa povećanjem kumulativnog nivoa stranih direktnih investicija i promenama u finansijskom ciklusu stranih preduzeća može drastično uticati na strukturu tekućeg računa, a tu pojavu ćemo posebno analizirati u nastavku rada.

3

Strane direktne investicije su u zemljama centralne i istočne Evrope bile na izuzetno niskom nivou pre početka procesa tranzicije. Početkom tranzicije došlo je do potpunog preokreta u politikama i propisima vezanih za strana direktna ulaganja. Vlade tranzicionih zemlja počele su da eliminišu postojeće destimulišuće propise vezane za SDI donošenjem novih zakona o stranim ulaganjima, stvarajući na taj način uslove za njihovo privlačenje. Zemlje su počele međusobno aktivno da se takmiče u privlačenju stranih investitora putem donošenja podsticajnih mera kao što je smanjenje poreza na dobit preduzeća, poreskim olakšicama i pružanjem različitih socijalnih pogodnosti.

Porast kumulativnog nivoa stranih direktnih investicija u tranzicionim zemljama posledica je percepcije investitora o budućem ekonomskom rastu ovog regiona, mogućnosti da se osvoje odgovarajući tržišni segmenti usled slabije konkurencije u vidu tehnološki zaostalih domaćih preduzeća kao i pristupa tržištu Evropske Unije. Od raspoloživost prirodnih resursa, dostignutog stepena reformi u toku tranzicije i brzine privatizacionog procesa zavisio je uspeh pojedinih zemalja u privlačenju stranih investitora. Kretanje kumulativnog nivoa stranih direktnih investicija u određenim grupama zemalja prikazano je u tabeli 1.

Tabela 1: Kumulativni nivo stranih direktnih investicija u određenim grupama zemalja, u milionima USD, 1990 - 2014

Region	1990	1995	2000	2005	2010	2014
Svet	2,081,299	3,392,763	7,445,637	11,539,452	19,140,603	24,626,455
Razvijene zemlje	1,562,326	2,533,588	5,653,192	8,563,033	12,501,569	15,591,435
Zemlje u razvoju	517,321	847,707	1,731,604	2,700,998	5,951,203	8,310,055
Zemlje centralne i istočne Evrope	791	33,258	108,797	334,599	715,786	724,965
Udeo zemalja centralne i istočne Evrope u svetskom kumulativnom nivou SDI	0.04%	0.98%	1.46%	2.90%	3.74%	2.94%

Izvor: UNCTADstat

Iz tabele možemo uočiti da je kumulativan nivo stranih direktnih investicija na svetskom nivou porastao skoro 12 puta u odnosu na period od pre 25 godina, što je u skladu sa tezama da su strane direktne investicije glavni akcelerator odnosno generator globalizacije. Razvijene zemlje su bile i ostale najvažnija destinacija za investiranje, a udeo zemalja centralne i istočne Evrope je porastao sa 0.04% na 2.94%, što ukazuje na integraciju ove grupe zemalja u globalnu ekonomiju.

Sa aspekta finansiranja sadašnjeg deficita tekućeg računa, nije važna vrsta stranih direktnih investicija kao ni njihova sektorska distribucija, ali je veoma važna sa aspekta stvaranja uslova za finansiranje deficita tekućeg računa u budućnosti. Veliki deo stranih direktnih investicija u tranzicionim zemljama, posebno u početnom periodu tranzicije, vezan je za kupovine domaćih preduzeća u procesu privatizacije. U tabeli 2 prikazan je odnos između kumulativnog priliva SDI i kumulativnih prihoda od privatizacije za period od 1990-2009.godine. Iz tabele se može uočiti da Makedonija i Srbija imaju ubedljivo najveći procentualni odnos prihoda od privatizacije i kumulativnog nivoa stranih direktnih investicija

Tabela 2 : Ukupni prilivi od privatizacije i kumulativni nivo stranih direktnih investicija u zemljama centralne i istočne Evrope, u milionima USD, 1990 – 2009

	Prihodi od privatizacije	SDI kumulativ	Udeo PP u SDI (u %)
Albanija	480	3,257	14.73
Bosna i Hercegovina	964	6,936	13.90
Bugarska	3,988	49,225	8.10
Češka	12,591	125,827	10.01
Estonija	240	15,840	1.52
Hrvatska	3,425	28,414	10.21
Mađarska	7,212	98,875	7.29
Makedonija	1,509	4,525	33.34
Letonija	80	11,628	0.69
Litvanija	723	13,216	5.47
Poljska	17,350	176,922	9.81
Rumunija	11,274	69,883	16.13
Srbija	6,454	23,149	27.88
Slovačka	5,903	52,537	11.24
Slovenija	1,310	11,276	11.62

Izvor: Za kumulativne SDI - UNCTADstat, za kumulativne prihode od privatizacije - privatizaciona baza podataka Svetske banke

1

Akvizicije ne utiču direktno na povećanje nivoa bruto investicija s obzirom da se faktički radi samo o promeni vlasništva, ali predstavljaju značaj prihod za državu. Prihodi od privatizacije, u slučaju većine zemalja, nažalost nisu iskorišćeni za investicije u državna preduzeća niti za izgradnju infrastrukture koja bi stvorila uslove za budući ekonomski rast i servisiranje obaveza prema inostranstvu već je iskorišćena u svrhe potrošnje. Baš iz tog razloga, kao što smo videli na grafikonu 5, postoji zanemarljiva korelacija između priliva stranih direktnih investicija i nivoa bruto investicija.

Greenfield investicije, sa druge strane, predstavljaju najkvalitetniji oblik stranih direktnih investicija zato što direktno utiču na povećanje nivoa bruto investicija i na povećanje zaposlenosti. Privođenjem privatizacionog procesa kraju, zemlje se moraju najviše osloniti na ovu vrstu stranih direktnih investicija i njihov ekonomski rast u velikoj meri zavisiće od uspeha u privlačenju greenfield investicija. Određene zemlje, poput Mađarske i Češke imale su znatno više uspeha u privlačenju greenfield investicija (posebno u privlačenju izvozno orijentisanih greenfield investicija u prerađivačkoj industriji) što je uticalo da znatno unaprede svoje

11

spoljnotrgovinske performanse, a to sugerše da je pored vrste SDI važna i njihova sektorska distribucija.

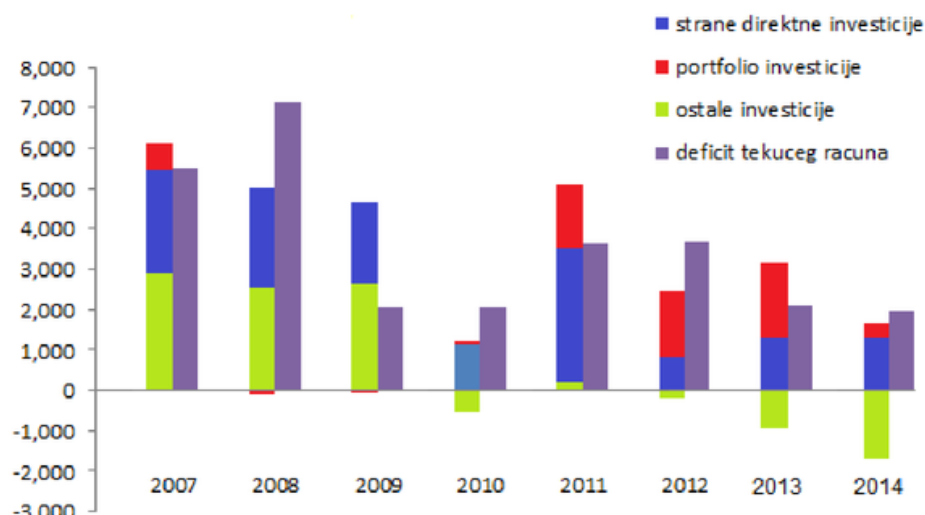
Strane direktne investicije su kao što smo mogli da vidimo sa grafikona 10, u zemljama jugoistočne Evrope, pretežno usmerene u profitabilne aktivnosti koje pripadaju tercijarnom sektoru: finansijsko posredovanje, trgovina na veliko i malo, poslove sa nekretninama i telekomunikacije. Ovakva sektorska distribucija SDI ne stvara uslove za buduće finansiranje deficita tekućeg računa s obzirom da nisu izvezno orijentisane već naprotiv, doprinose povećanju uvoza bilo direktno bilo indirektno generisanjem potrošnje. Tranzicione zemlje koje su uspele da privuku izvezno orijentisane strane direktne investicije (pre svega greenfield investicije) u prerađivačkoj industriji uspele su izvezno orijentisanim rastom da dugoročne spoljnotrgovinske deficite pretvore u spoljnotrgovinske suficite.

Što se tiče stranih direktnih investicija u Srbiji, njihov priliv počinje sa političkim promenama koje su se desile krajem 2000.godine. Sve do početka devedesetih godina prošlog veka, odnosno do početka procesa privatizacije, strane direktne investicije su bile u obliku zajedničkih ulaganja i bile su najčešće usmerene u sektor prerađivačke industrije, a najznačajniji partneri bile su zemlje iz Evropske Unije. Raspadom SFRJ i pod uticajem sankcija UN-a sve do 1996.godine kapital nije mogao legalno da se ulaže u našu zemlju. Sa delimičnim ublažavanjem sankcija međunarodne zajednice, tokom 1996. i 1997.godine zabeleženi su određeni prilivi stranih direktnih investicija. Međutim, kao posledica zabrane investiranja u SRJ tokom 1998.godine dolazi do naglog pogoršanja privrednog ambijenta za SDI i proces privatizacije u celini. Tokom 1999.godine zbog NATO bombardovanja, Srbija je bila isključena iz međunarodnog tržišta roba, usluga, kapitala i rada. Priliv stranih direktnih investicija nakon 2000. godine bio je uglavnom vezan za proces privatizacije, a nove su najčešće bile usmerene u tercijarni sektor.

Ulogu neto stranih direktnih investicija u finansiranju deficita tekućeg računa Srbije možemo uočiti sa grafikona 14. Smanjenjem deficita tekućeg računa, povećao se i udeo SDI u finansiranju deficita. Do 2009.godine najvažniju ulogu u finansiranju deficita tekućeg računa imao je zajmovni kapital, što je uticalo na rapidno povećanje spoljnog duga Srbije (neophodno je istaći da je spoljni dug pre početka procesa tranzicije bio pretežno javnog karaktera, u periodu tranzicije on je pretežno privatnog

karaktera). Preokret u strukturi finansiranja deficita tekućeg računa nastao je 2011.godine kada se značajno povećava uloga portfolio investicija, a smanjuje uloga ostalih investicija (zajmovnog kapitala) u finansiranju deficita tekućeg računa. Može se uočiti da je Srbija, u 2013 i 2014.godini, počela sa vraćanjem dugova, što je pozitivno sa aspekta dugoročne održivosti deficita tekućeg računa.

Grafikon 14: Finansiranje deficita tekućeg računa Srbije, 2007-2014



Izvor: Kalkulacija autora, na osnovu podataka NBS

U tabeli 3 možemo videti udeo neto priliva stranih direktnih investicija u finansiranje deficita tekućeg računa u tranzicionim zemljama jugoistočne Evrope. Za zemlje koje nisu u svakoj godini ostvarile deficit tekućeg računa prosek nije računat. Srbija je po ovom pokazatelju bolje rangirana samo od Bosne i Hercegovine i Rumunije, najviše zahvaljujući smanjenju deficita tekućeg računa u poslednje dve godine. S obzirom na sužene mogućnosti za finansiranje deficita tekućeg računa možemo u budućnosti očekivati dodatno prilagođavanje tekućeg računa, pre svega spoljnotrgovinskog bilansa, koje će se bazirati na smanjenju visokog nivoa potrošnje. Crna Gora u ovoj grupi zemalja ima ubedljivo najveći nivo deficita tekućeg računa prema BDP-u, ali finansiranje velikog dela deficita tekućeg računa stranim direktnim investicijama omogućava joj izbegavanje platno bilansne krize, a održivost deficita tekućeg računa trenutno nije pod znakom pitanja.

Tabela 3: Udeo neto priliva stranih direktnih investicija u finansiranju deficita tekućeg računa zemalja jugoistočne Evrope, 2010 -2014

Zemlja	2010	2011	2012	2013	2014	Prosek (2010-2014)
Albanija	80.53	62.88	73.14	89.86	67.50	74.78
BiH	43.06	26.68	25.79	33.72	34.25	32.70
Bugarska	-246.21	-346.28	850.93	-202.25	-284.47	-
Crna Gora	79.63	70.31	80.39	68.79	71.11	74.05
Hrvatska	159.22	375.69	696.63	-168.68	-955.70	-
Makedonija	-152.02	-194.08	-105.88	-227.18	-58.48	-
Rumunija	27.96	12.60	13.16	32.77	32.32	23.76
Srbija	55.62	90.80	20.51	61.86	62.20	58.20

Izvor: Kalkulacija autora na osnovu podataka Svetske banke

Kao jedan od pokazatelja uspešnosti zemlje u privlačenju stranih direktnih investicija u literaturi se često koristi indeks performansi stranih direktnih investicija. Indeks služi da rangira zemlje prema prilivu stranih direktnih investicija u odnosu na njihovu ekonomsku veličinu i predstavlja odnos udela zemlje u globalnom prilivu stranih direktnih investicija prema udelu zemlje u globalnom bruto domaćem proizvodu što je iskazano sledećom formulom:

$$IND_i = \frac{SDI_i / SDI_s}{BDP_i / BDP_s} \quad (8)$$

gde je IND_i – indeks performansi SDI u određenoj zemlji, SDI_i – priliv stranih direktnih investicija u određenoj zemlji, SDI_s – priliv stranih investicija na globalnom nivou, BDP_i – bruto domaći proizvod određene zemlje i BDP_s – globalni bruto domaći proizvod.

Indeksi performansi SDI za zemlje centralne i istočne Evrope prikazani su u tabeli 4. Indeksi preko 1 označavaju da zemlje imaju veći priliv stranih direktnih investicija u odnosu na njihovu ekonomsku veličinu. U slučaju zemalja centralne i istočne Evrope možemo primetiti da čak 11 od 16 zemalja ima indeks iznad 1. Crna Gora ima

ubedljivo najveću vrednosti indeksa (zanimljivo je da je kumulativni nivo stranih direktnih investicija u Crnoj Gori veći od bruto domaćeg proizvoda) dok je Litvanija najslabije rangirana..

13

Tabela 4: Indeksi performansi stranih direktnih investicija u zemljama centralne i istočne Evrope, 2012-2014

Indeks performansi SDI	2012	2013	2014	Prosek	Rang
Albanija	3.640	4.934	5.214	4.596	2
BiH	1.090	0.809	1.969	1.289	11
Bugarska	1.695	1.700	1.961	1.785	7
Crna Gora	8.046	5.119	6.955	6.707	1
Češka	2.028	0.913	1.813	1.585	8
Estonija	3.638	1.100	2.392	2.377	4
Hrvatska	1.349	0.861	3.803	2.004	6
Mađarska	5.954	1.165	1.858	2.992	3
Makedonija	0.770	1.524	1.938	1.411	10
Letonija	2.040	1.456	0.934	1.477	9
Litvanija	0.859	0.502	0.284	0.548	16
Poljska	0.754	0.011	1.600	0.788	13
Rumunija	0.977	0.928	1.019	0.974	12
Slovačka	1.689	0.305	0.303	0.766	14
Slovenija	0.385	-0.150	1.997	0.744	15
Srbija	1.778	2.441	2.722	2.314	5
Prosek	2.293	1.476	2.298	2.022	

Izvor: Kalkulacija autora na osnovu podataka UNCTAdstat

Srbija se po ovom indeksu nalazi na 5.mestu sa indeksom većim od 2, što sugeriše da je Srbija u stanju da privuče duplo više stranih direktnih investicija nego što su u mogućnosti ostale zemlje njene ekonomske veličine na globalnom nivou . Bez obzira na tu činjenicu, priliv stranih direktnih investicija je i dalje nedovoljan u odnosu na potrebe domaće ekonomije.

S obzirom da se privatizacija u Srbiji praktično završila, u narednom periodu Srbija će morati da se više osloni na greenfield investicije. Aktuelna stanje u svetskoj ekonomiji i ne idu u prilog našoj zemlji, može se očekivati da će nepovoljno uticati na mogućnost Srbije da prilivom stranih direktnih investicija finansira značajni deo deficita tekućeg računa.

2.2. Održivost deficita tekućeg računa Srbije

Bilans tekućeg računa je veoma važan makroekonomski pokazatelj s obzirom da je u tesnoj vezi sa ostalim važnim komponentama domaće štednje i investicija – budžetskim balansom i privatnom štednjom i ima veoma važne implikacije na ukupan ekonomski rast, kretanje deviznog kursa i konkurentnost. Pitanje održivosti deficita tekućeg računa je veoma važno ali i veoma kompleksno s obzirom da u ekonomskoj literaturi ne postoji jasna definicija koji nivo deficita se smatra neodrživim. U prethodnom delu rada već smo naglasili da je pojava deficita tekućeg računa rezultat nesklada između domaće štednje i investicija (nivo investicija premašuje nivo štednje što se finansira inostranim kapitalom) i da deficit tekućeg računa može da bude sa jedne strane odraz rastuće investicione aktivnosti koja nadmašuje domaću štednju (i koja stvara uslove za buduću otplatu obaveza po osnovu duga) ili rastuće domaće potrošnje koja rezultira akumulacijom dugova koji se ne mogu uredno servisirati.

Održivim deficitom tekućeg računa se smatra onaj deficit koji ne vodi ka pojavi krize eksternog sektora. Kriza eksternog sektora može da se pojavi u obliku valutne krize ili krize vezane za spoljni dug. Valutna kriza se može javiti u obliku panične reakcije koja vodi ka rapidnoj depresijaciji nacionalne valute i smanjenju deviznih rezervi. Kriza spoljnog duga može značiti nemogućnost daljeg inostranog zaduživanja i nemogućnost servisiranja tekućih obaveza po osnovu inostranog duga. Problem ovako definisanog održivog deficita tekućeg računa je što se o njegovoj održivosti može govoriti samo "post festum".

Lawrence Summers, ministar finansija SAD-a, je istakao u listu Economist (The Economist, 1995, str.46-48) na godišnjicu meksičke finansijske krize, da se posebna pažnja mora posvetiti svakom deficitu tekućeg računa koji prelazi 5% BDP-a, posebno ako se finansira način koji može da dovede do naglog preokreta u tokovima

kapitala. Iz tabele 5 možemo uočiti da su u periodu od 2005-2008 deficiti tekućeg računa većine zemalja centralne i istočne Evrope bili veći od 5% BDP-a i da su imali rastuću tendenciju. Pojavom svetske ekonomske krize došlo je do prilagođavanja nivoa potrošnje i smanjenja deficita tekućeg računa, a to prilagođavanje tekućeg računa je bilo uspešnije u slučaju zemalja centralne Evrope nego u zemljama jugoistočne Evrope. Deficit tekućeg računa Srbije je u periodu od 2010 - 2012.godine bio jedan od najvećih u uzorku (samo Albanija i Crna Gora su imale veći deficit) a u 2008.godini je iznosio više od 20% BDP-a što sugerise na veoma visok nivo potrošnje (najveći deo uvoza čini potrošna roba) i nedovoljnu konkurentnost izvoza.

Tabela 5: Bilansi tekućih računa zemalja centralne i istočne Evrope, u % ¹⁷BDP-a, 2005-2014

Zemlja	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Albanija	-7.00	-7.46	-10.75	-15.67	-15.37	-11.34	-12.95	-10.21	-10.92	-12.89
BiH	-16.43	-7.76	-9.19	-13.84	-6.45	-6.01	-9.49	-8.83	-5.50	-7.83
Bugarska	-11.22	-17.09	-25.55	-21.72	-8.22	1.01	1.06	-0.39	1.77	1.22
Česka	-0.89	-2.02	-4.21	-1.87	-2.37	-3.55	-2.21	-1.53	-0.53	0.65
Crna Gora	-	-	-39.91	-49.95	-27.78	-23.01	-17.43	-18.82	-14.54	-15.23
Estonija	-9.90	-15.24	-15.75	-9.16	2.67	1.76	1.33	-2.46	-0.10	0.98
Hrvatska	-5.46	-6.43	-7.24	-8.82	-5.04	-1.50	-0.61	-0.37	0.95	0.72
Letonija	-11.76	-21.11	-20.84	-12.61	8.21	2.37	-2.83	-3.29	-2.37	-2.00
Litvanija	-7.19	-10.56	-15.09	-13.72	2.27	-0.32	-3.87	-1.19	1.56	3.48
Mađarska	-7.01	-7.08	-7.15	-6.96	-0.76	0.27	0.81	1.72	3.94	2.20
Makedonija	-2.55	-0.42	-7.27	-12.47	-6.48	-2.11	-2.49	-3.27	-1.65	-0.92
Poljska	-2.62	-4.05	-6.40	-6.76	-4.09	-5.40	-5.17	-3.72	-1.29	-2.04
Rumunija	-8.57	-10.45	-13.95	-12.00	-4.92	-5.05	-5.00	-4.77	-1.08	-0.48
Slovačka	-8.20	-7.74	-5.38	-6.27	-3.40	-4.72	-5.01	0.96	1.92	0.18
Slovenija	-1.87	-1.76	-4.19	-5.30	-0.55	-0.11	0.19	2.58	5.63	6.97
Srbija	-8.8	-10.1	-18.68	-21.39	-6.57	-6.82	-10.95	-11.61	-6.14	-6.01

Izvor: Svetska banka

Novija literatura o održivosti deficita tekućeg računa pod velikim je uticajem teorijskih dostignuća Milesi-Ferretti i Razin-a koji manje održivim deficitima tekućeg računa

smatraju one deficite koji su visoki u odnosu na BDP, koji su posledica pada domaće štednje (a ne investicione aktivnosti) i koji su praćeni niskim nivoom domaće štednje. Srbija i većina zemalja jugoistočne Evrope ispunjavaju ove uslove. Deficiti su visoki u odnosu na BDP (ekstremni primer je Crna Gora), posledica su visoke potrošnje, a ne investicija (što smo zaključili u prethodnom delu rada) i praćeni su stagnantnom i opadajućem domaćom štednjom koja je mnogo niža nego u ostalim zemljama u razvoju. Olakšavajuća okolnost za tranzicione zemlje koje analiziramo je činjenica da je nivo priliva kratkoročnih portfolio investicija ("vrućeg novca") relativno nizak i da su akumulirane visoke devizne rezerve u prethodnom periodu.

Milesi-Ferreti i Razin (1996) i Roubini i Wachtel (1998) sugerišu da je prilikom analize održivosti deficita tekućeg računa neophodno u obzir uzeti sledeće faktore:

- Uzrok pojave deficita tekućeg računa;
- Strukturu tekućeg računa;
- Strukturu i obim priliva stranog kapitala;
- Dinamika ekonomskog rasta;
- Apresijaciju realnog deviznog kursa;
- Strukturu i nivo spoljnog duga;
- Nivo deviznih rezervi;
- Stabilnost finansijskog sistema;
- Otvorenost ekonomije;
- Političku i makroekonomsku stabilnost;
- Globalne faktore.

Uzrok pojave deficita tekućeg računa je analiziran u prethodnom delu rada. Deficiti tekućeg računa u zemljama centralne i istočne Evrope posledica su pada domaće štednje usled visokog nivoa potrošnje i samim tim je njihova održivost manje verovatna nego u slučaju da su posledica visokog nivoa investicija koje su preduslov za ekonomski razvoj i stvaranje uslova za buduću otplatu duga.

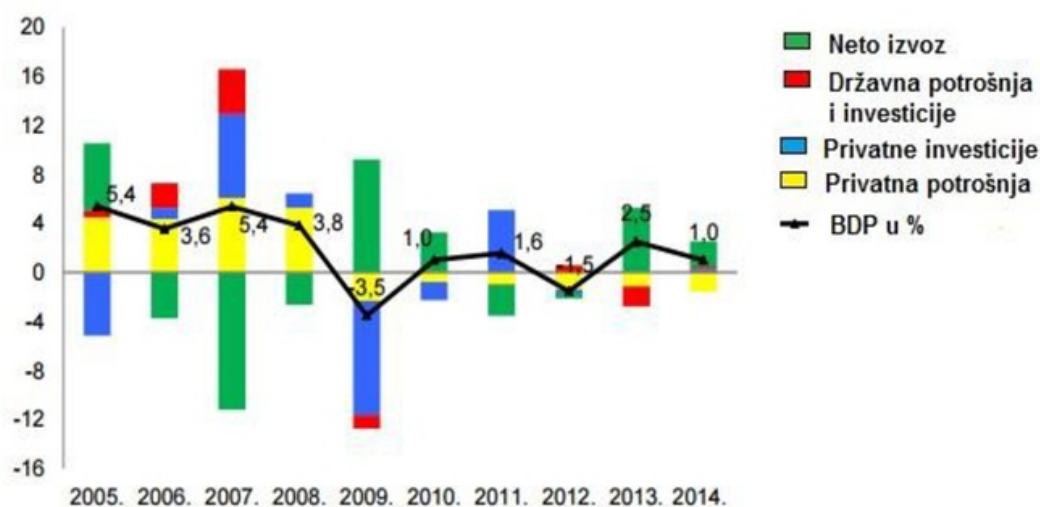
Struktura tekućeg računa se prilično razlikuje kad su zemlje centralne i istočne Evrope u pitanju, što će posebno biti analizirano kad se bude analizirao uticaj stranih direktnih investicija na račun dohotka, u nastavku rada. U slučaju zemalja centralne Evrope glavni uzrok deficita je deficit računa dohotka, a u slučaju zemalja

jugoistočne Evrope u pitanju je deficit spoljnotrgovinskog bilansa. Deficit tekućeg računa se smatra manje održivim ako je posledica deficita spoljnotrgovinskog bilansa jer visoki trgovinski deficiti sugerišu na postojanje ozbiljnih problema konkurentnosti privrede, a nedovoljni prilivi strane valute po osnovu izvoznih aktivnosti dovode u pitanje sposobnost zemlje da u budućnosti servisira svoj spoljni dug.

Uticaj **strukture i obima priliva stranog kapitala** je takođe analiziran u prethodnom delu rada. Deficiti tekućeg računa koji se pokrivaju prilivom stranih direktnih investicija se smatraju najodrživijim jer se smatra da strane direktne investicije predstavljaju stabilan finansijski tok za razliku od portfolio investicija i ne uvećavaju dug za razliku od zajmavnog kapitala. Srbija spada u grupu tranzicionih zemalja sa umerenim udelom stranih direktnih investicija u pokrivanju deficita tekućeg računa (pogledati tabelu 3). Nivo repatrijacije profita i reinvestirane dobiti stranih preduzeća takođe treba uzeti u obzir kada su strane direktne investicije u pitanju, što će biti analizirano prilikom analize uticaja stranih direktnih investicija na račun dohotka. Prilikom reinvestiranja dobiti ne dolazi do konverzije domaće valute u stranu valutu, profit koji je ostvaren u određenoj zemlji ostaje u toj zemlji, pa je za nivo reinvestirane dobiti po osnovu stranih direktnih investicija deficit tekućeg računa "precenjen".

Zemlje sa brzim **ekonomskim rastom** mogu da ²⁰ održavaju konstantne deficite tekućeg računa bez povećavanja njihovog spoljnog duga u odnosu na bruto domaći proizvod. Frankel i Rose (1996) su dokazali da trenutna stopa ekonomskog rasta manja od uobičajene u većini slučajeva dosta pouzdano predskazuje pojavu eksterne krize. Ukoliko je realna stopa ekonomskog rasta veća od realne kamatne stope na spoljni dug dolazi do smanjenja udela spoljnog duga prema BDP-u, a samim tim i dužničkog opterećenja. Rast zasnovan na porastu fizičkog kapitala, kreaciji humanog kapitala i povećanju produktivnosti stvara uslove za buduće servisiranje dužničkih obaveza. Problem sa Srbijom i sa većinom ostalih tranzicionih zemljama što je potrošnja glavni generator rasta (što se može videti sa grafikona 15), a ta potrošnja je finansirana prilivom inostranog kapitala.

Grafikon 15: Doprinosi godišnjem rastu BDP-a Srbije, 2005-2014



Izvor: Hinić (2014, str.3)

Upravo iz tog razloga, sa pojavom svetske ekonomske krize, usled drastičnog smanjenja priliva inostranog kapitala dolazi do rekordnog pada BPD-a u zemljama centralne i istočne Evrope (pad je posebno bio dramatičan u baltičkim zemljama). Za održiv ekonomski razvoj, Srbiji je u narednom periodu neophodan zdrav ekonomski rast koji se zasniva na porastu nivoa investicija, produktivnosti (upotrebom savremene tehnologije i boljom organizacijom procesa rada), zaposlenosti i održavanju nivoa potrošnje koji je u skladu sa realnim mogućnostima ekonomije.

Apresijacija realnog deviznog kursa ukazuje na gubitak konkurentnosti domaće privrede a ispoljava se sporijim rastom izvoza (izvozna roba postaje skuplja u stranoj valuti) i bržim rastom uvoza (uvozna roba postaje konkurentnija na domaćem tržištu) što rezultuje pojavom spoljnotrgovinskog deficita usled čega deficit tekućeg računa postaje manje održiv. Sa jedne strane apresijaciju realnog deviznog kursa možemo posmatrati kao posledicu snažnog priliva inostranog kapitala (uticaj stranih direktnih investicija na devizni kurs i nivo kamatnih stopa biće posebno analiziran u narednom delu rada) koji vodi ka neodrživim inbalansima koje je moguće preokrenuti samo nominalnom i realnom depresijacijom deviznog kursa. Po nekim autorima, sa fundamentalističke tačke gledišta, apresijacija realnog deviznog kursa u tranzicionim zemljama nije posledica gubitka konkurentnosti, već je posledica strukturnih promena u ekonomiji i podcenjenosti domaćih valuta na početku procesa tranzicije.

Ekonomska nestabilnost na početku procesa tranzicije dovela je do nominalne depresijacije deviznog kursa koja je prevazišla čak i visoke nivoe inflacije što je uticalo na pojavu depresijacije realnog deviznog kursa, a kasnija realna apresijacija deviznog kursa predstavlja vraćanje u stanje ekvilibrijuma. Realnu apresijaciju je moguće posmatrati i kao posledicu promene u produktivnosti i tehnologiji (već pomenuti Samuelsson-Ballasa efekat). Srbija je jedna od zemalja sa najvećom realnom apresijacijom deviznog kursa koja je posledica visokog nivoa inflacije koja nije praćena adekvatnom depresijacijom tržišnog (nominalnog) deviznog kursa. Kretanje tržišnog i realnog kursa dinara prema evru prikazana je u tabeli 6.

Tabela 6: Kretanje tržišnog i realnog deviznog kursa dinara prema evru, 2001-2014

Godina	Tržišni devizni kurs	Indeksi cena u Srbiji (lančani)	Indeksi cena u Evro zoni (lančani)	Realni devizni kurs	Realna apresijacija (u %)
2001	59.71	100	100	59.71	1.00
2002	61.52	114.80	102.30	67.01	0.92
2003	68.31	107.80	102.10	70.75	0.97
2004	78.89	113.70	102.20	78.71	1.00
2005	85.50	117.70	102.20	90.64	0.94
2006	79.00	106.60	102.20	94.55	0.84
2007	79.24	111.00	102.10	102.79	0.77
2008	88.60	108.60	103.30	108.06	0.82
2009	95.89	106.60	100.30	114.85	0.83
2010	105.50	110.30	101.60	124.68	0.85
2011	102.46	106.48	102.70	129.26	0.79
2012	115.82	107.03	102.50	134.98	0.86
2013	114.17	103.75	101.26	138.29	0.82
2014	116.76	103.30	100.45	142.21	0.82

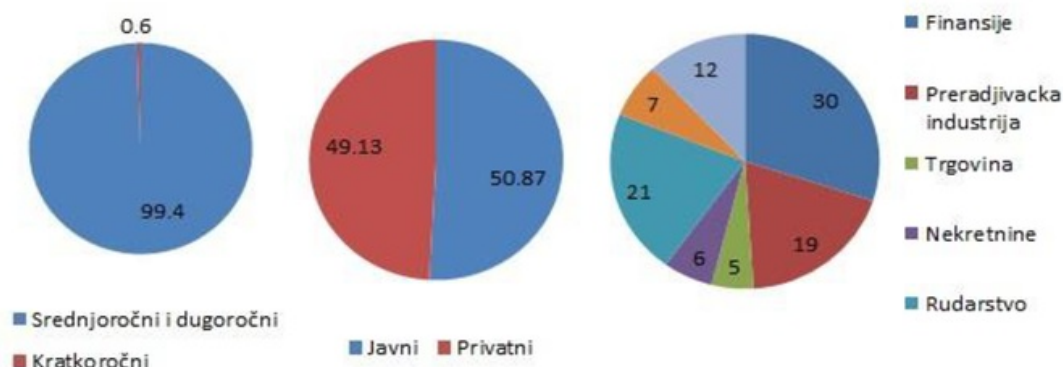
Izvor: Kalkulacija autora na osnovu podataka NBS i Eurostat

Tabela je formirana korišćenjem teorije pariteta kupovnih snaga, hipotetički je uzeto da je tržišni kurs u 2001.godini predstavljao i realni devizni kurs (u skladu sa teorijom, za baznu godinu treba izabrati onu u kojoj je tekući bilans zemlje bio zadovoljavajući, a to je upravo 2001.godina kad je ostvaren suficit tekućeg računa. Dodatni razlog predstavlja činjenica da je u oktobru 2000.godine Narodna banka

Srbije napustila politiku fiksnog deviznog kursa). Iz tabele jasno možemo uočiti da je nominalni devizni kurs rastao sporije od inflacije i doveo do realne apresijacije koja je rezultirala obaranjem inflacije. Iz tabele možemo videti da se u 2003. i 2004. godini tržišni i realni devizni kurs nisu značajno razlikovali, a ovu pojavu možemo objasniti činjenicom da su donosioci odluka vezanih za ekonomsku politiku, s obzirom na pad nivoa inflacije, pokušali da preko deviznog kursa izvrše uravnoteženje platnog bilansa. To je dovelo do pogoršanja inflacije u 2005. godini pa su kreatori ekonomske politike, poučeni ovim iskustvom, shvatili da jednim instrumentom ne mogu da ostvare dva cilja, a razlika između tržišnog i realnog deviznog kursa je povećana u narednim godinama (procenjeni dinar se koristi kao nominalno sidro za obuzdavanje inflacije). Realna apresijacija negativno utiče na konkurentnost srpskog izvoza (izvozni proizvodi su 15% -18% skuplji u odnosu na cenu koju bi imali da realna aprecijacija ne postoji), ali s obzirom da u strukturi izvoza dominiraju radno i resursno intenzivni proizvodi (ovi proizvode čine oko 70% ukupnog izvoza), najveći deo izvoza Srbije je cenovno konkurentan. Problem nekonkurentnosti domaćih proizvoda je mnogo više tehnološke i kvalitativne prirode. Nasuprot toga, problem klizanja deviznog kursa koji bi se mogao koristiti za unapređenje konkurentnosti se uvek ugrađivao u porast cena. U periodima kada je kurs bio realan, to nije imalo nikakvog uticaja na strukturno prilagođavanje srpske privrede.

Struktura i nivo spoljnog duga u velikoj meri determinišu eksternu solventnost određene zemlje, a time i održivost deficita tekućeg računa. Postojanje deficita tekućeg računa znači da se zemlja javlja kao neto uvoznik stranog kapitala što utiče na gomilanje stranog duga. Nizak nivo spoljnog duga u odnosu na BDP, povoljna struktura spoljnog duga po vrsti dužnika i ročnosti ima veoma važnu ulogu u smanjivanju rizika pojave eksterne nesolventnosti što omogućava zemlji da finansira deficit tekućeg računa po nižim troškovima. Pod povoljnom strukturom stranog duga po vrsti dužnika smatra se onaj dug u čijoj strukturi je manji udeo javnog duga u odnosu na privatni dug (visok javni dug može da uzrokuje sumnje kod kreditora u vezi mogućnosti države da otplaćuje obaveze po osnovu duga što utiče na mogućnost države da se dalje zadužuje kao i troškove po osnovu duga), a povoljna struktura po ročnosti je ona u kojoj dominiraju dugoročni krediti. Struktura spoljnog duga Srbije prikazana je na grafikonu 16

Grafikon 16: Struktura spoljnog duga Srbije na dan 31.3.2014.



Izvor: Narodna banka Srbije

Sa grafika se može uočiti da u strukturi spoljnog duga postoji ravnoteža između duga javnog i privatnog sektora. U 2008.godini udeo duga privatnog sektora iznosio je čak 70%, što sugerise da se u poslednjih nekoliko godina struktura spoljnog duga znatno poboljšala. Povećanje udela duga javnog sektora sa početkom svetske ekonomske krize nastalo je kao posledica rasta budžetskog deficita. Struktura spoljnog duga prema ročnosti je povoljna, više od 99% duga čine srednjoročni i dugoročni krediti (u 2008.godini udeo dugoročnih i srednjoročnih kredita iznosio je 89%, a povećanje se objašnjava činjenicom da rastući spoljnji dug javnog sektora čine isključivo dugoročni i srednjoročni krediti). Struktura kreditnih zaduženja po delatnostima je takođe poboljšana s obzirom na činjenicu da kreditno zaduženje "razmenljivog" sektora (prerađivačke industrije i rudarstva) iznosi 40%, a početkom 2010.godine bilo je svega 17% od ukupnih kreditnih zaduženja (jedino izvoznom ekspanzijom ovog sektora je moguće rešiti permanentne probleme spoljnotrgovinskog deficita).

Kao pokazatelj mogućnosti države da u narednom periodu uredno servisira spoljni dug koriste se indikatori eksterne solventnosti – odnos spoljnog duga i bruto domaćeg proizvoda i odnos spoljnog duga prema izvozu robe i usluga. Indikatori eksterne solventnosti zemalja centralne i istočne Evrope prikazani su u tabeli 7. Najznačajniji pokazatelj međunarodne solventnosti i eksterne pozicije u celini predstavlja odnos spoljnog duga prema bruto domaćem proizvodu. Prema metodologiji Svetske banke granični iznos spoljnog duga prema bruto društvenom proizvodu iznosi 80%, a premašivanje ovog nivoa najavljuje buduće ozbiljne

probleme u otplati duga (prema nekim mišljenima problematičan je svaki spoljni dug koji premašuje 60% BDP-a).

Iz tabele 7 možemo uočiti da 5 od 16 zemalja u uzorku ima nivo spoljnog duga daleko iznad onog koji se smatra prihvatljivim. U slučaju Srbije odnos spoljnog duga i bruto domaćeg proizvoda je u 2005.godini iznosio 60.1%, na kraju 2010.godini iznosio 85.1%, dok je u periodu od 2010-2013.godine bio na granici nivoa koji se smatra prihvatljivim. Srbija se po ovom indikatoru, u 2013.godini, nalazila na 10.mestu u posmatranom uzorku, Letonija Mađarska, Slovenija i Estonija imaju veoma visok nivo spoljnog duga prema BDP-a, dok su Albanija, Češka, Litvanija i BiH najbolje rangirane po ovom indikatoru. Prema drugom indikatoru eksterne solventnosti, odnosu spoljnog duga i izvoza robe i usluga, Srbija se nalazi u nešto povoljnijoj poziciji s obzirom da je rangirana na 4.mestu. Kritična granica kad je u pitanju ovaj indikator je 220% (za umerenu zaduženost granica je 132%) pa je Srbija svrstana u umereno zadužene zemlje po ovom kriterijumu. U 2013.godini 2 zemlje po ovom indikatoru spadaju u grupu visoko zaduženih (Hrvatska i Letonija), najbolje rangirane su Češka, Slovačka i Litvanija. Na osnovu izloženog može se reći da spoljni dug i budžetski deficit predstavljaju najozbiljniji problem sa kojima se Srbija suočava i ujedno predstavljaju veoma ozbiljno ograničenje razvoja u bliskoj budućnosti.

Tabela 7: Indikatori eksterne solventnosti tranzicionih zemalja centrale i istočne Evrope, 2009 - 2013

Zemlja	Spoljni dug/BDP					Spoljni Dug/Izvoz robe i usluga				
	2009	2010	2011	2012	2013	2009	2010	2011	2012	2013
Albanija	39.2	40.4	40.2	47.2	25.1	125.3	140.4	152.7	188.3	209.9
BiH	56.1	57.6	48.0	63.3	59.0	212.6	174.6	152.9	173.2	165.9
Bugarska	81.5	80.0	88.9	72.6	70.5	228.3	181.2	130.1	145.0	135.7
Češka	41.8	45.0	43.5	52.3	53.4	67.2	65.1	57.6	64.3	64.9
Crna Gora	56.7	39.9	26.7	40.9	44.2	141.7	93.1	107.1	143.3	142.3
Estonija	131.7	111.4	110.8	116.2	110.1	185.0	222.2	149.5	160.5	164.0
Hrvatska	100.3	101.7	104.8	117.3	102.2	265.8	522.0	484.9	531.7	480.1
Letonija	160.7	164.4	131.6	140.8	131.2	373.1	416.3	286.1	279.6	276.8

Litvanija	77.9	82.2	72.4	79.0	63.3	164.4	144.3	110.8	101.0	91.48
Mađarska	116.5	138.8	134.6	136.5	130.4	179.8	187.6	164.7	163.5	158.4
Makedonija	60.0	62.6	64.7	71.7	70.0	165.3	135.7	122.2	142.7	138.0
Poljska	55.6	58.1	61.7	75.4	71.1	165.9	170.4	168.7	196.5	178.2
Rumunija	66.9	76.0	70.0	77.3	69.7	241.0	210.0	171.6	183.7	156.0
Slovačka	74.3	67.8	76.1	75.5	74.7	106.4	91.7	91.3	84.8	85.6
Slovenija	113.4	107.8	121.9	120.2	112.2	195.0	176.6	176.8	167.6	154.5
Srbija	77.9	85.1	67.7	82.7	73.8	269.6	236.7	191.6	220.5	187.8

Izvor: EBRD

Nivo deviznih rezervi je važan pokazatelj održivosti deficita tekućeg računa u kratkoročnom periodu s obzirom da su devizne rezerve glavni izvor likvidonosnih sredstava za otplaćivanje dospelih obaveza javnog sektora. Kao indikator eksterne likvidnosti najčešće se koriste odnos deviznih rezervi prema uvozu robe i usluga (u mesecima) i odnos deviznih rezervi prema bruto društvenom proizvodu. Za uzorak zemalja centralne i istočne Evrope podaci su prikazani u tabeli 8. Iz tabele možemo uočiti da u periodu od 2010-2014.godine oba pokazatelja imaju tendenciju pogoršanja, pokazatelj pokrivenosti uvoza robe i usluga deviznim rezervama pogoršan je kod 13 od 16 zemalja, dok je pokazatelj odnosa deviznih rezervi i bruto domaćeg proizvoda pogoršan kod 8 od 16 zemalja.

Pojavom svetske ekonomske krize došlo je do smanjenog priliva inostranog kapitala koji je doveo do platno-bilansnog deficita koji je praćen smanjivanjem deviznih rezervi (devizne rezerve su smanjene i usled intervencija na deviznom tržištu sa ciljem sprečavanja snažne depresijacije deviznog kursa). Kao zadovoljavajući nivo pokrivenosti uvoza robe i usluga deviznim rezervama smatra se period od 3 meseca, a iz tabele možemo uočiti da većina zemalja u 2014.godini ispunjava ovaj uslov (izuzetak su Slovačka, Slovenija i Estonija) koje imaju najslabiju eksternu likvidnost po svim pokazateljima u ovom uzorku. Srbija je po oba kriterijuma eksterne likvidnosti visoko rangirana zahvaljujući visokom nivou akumuliranih deviznih rezervi, što sugeriše da u kratkoročnom periodu neće biti problema u servisiranju javnog duga.

Likvidnost privatnog sektora, sa druge strane, zavisi od prihoda preduzeća, domaćinstava i finansijskih ustanova, a oni su znatno smanjeni kao posledica opšte finansijske krize. Ono što je posebno zabrinjavajuće kad je Srbija u pitanju je to što obaveze po osnovu otplate duga imaju tendenciju brzog rasta, sa 1.4 % BDP-a 2002.godine, dospele su do 7% BDP-a 2006.godine, odnosno 11.8 % BDP-a u 2010.godini. Bez obzira na to, možemo reći da je trenutna eksterna likvidnost zadovoljavajuća, ali postoje naznake njenog pogoršanja.

Tabela 8: Indikatori eksterne likvidnosti tranzicionih zemalja centrale i istočne Evrope, 2010 - 2014

Zemlja	Pokrivenost uvoza robe i usluga deviznim rezervama (u mesecima)					Devizne rezerve/GDP				
	2010	2011	2012	2013	2014	2010	2011	2012	2013	2014
Albanija	4.82	4.05	4.87	4.87	5.12	21.30	19.17	21.10	21.70	20.07
BiH	6.01	4.90	5.48	6.08	5.53	25.70	22.80	25.51	27.45	26.24
Bugarska	7.33	5.91	6.94	6.35	6.45	34.49	30.23	38.28	35.74	35.49
Češka	3.90	3.14	3.64	4.53	4.13	20.52	17.72	21.74	26.99	26.55
Crna Gora	2.57	1.61	1.98	2.56	2.88	13.44	8.65	11.22	13.08	14.42
Hrvatska	7.45	6.83	7.65	8.67	7.32	23.68	23.27	26.21	30.75	26.99
Estonija	2.30	0.13	0.18	0.18	0.25	13.17	0.89	1.30	1.25	1.65
Letonija	6.97	4.28	4.88	4.93	2.00	32.03	22.47	26.85	26.12	10.32
Litvanija	3.17	2.92	2.96	2.52	2.73	17.77	18.85	19.90	17.39	18.05
Mađarska	5.39	5.16	5.26	5.15	4.45	34.58	34.90	35.12	34.60	30.37
Makedonija	5.00	4.62	5.33	4.96	4.83	24.20	25.42	29.67	25.40	26.19
Poljska	5.56	4.98	5.82	5.48	4.79	19.50	18.48	21.77	20.27	18.43
Rumunija	8.93	7.33	7.69	7.55	6.26	28.60	25.92	27.21	25.49	21.67
Slovačka	0.37	0.34	0.37	0.29	0.36	2.42	2.47	2.71	2.20	2.61
Slovenija	0.43	0.34	0.36	0.33	0.36	2.23	1.92	2.06	1.93	2.05
Srbija	8.44	8.15	7.91	7.84	6.03	33.72	33.54	35.35	33.90	27.26

Izvor: Kalkulacija autora na osnovu podataka Svetske banke

Stabilnost finansijskog sistema, naročito bankarskog sektora ima značajan uticaj na održivost deficita tekućeg računa. Prilivi stranog kapitala i stranih direktnih investicija, kao pretpostavku imaju inostrano učešće u domaćem finansijskom sistemu, u najmanju ruku, spremnost da se drže depoziti u domaćim bankama. Nedostatak poverenja u bankarski sistem negativno utiče na spremnost stranaca da finansiraju deficit tekućeg računa učestvovanjem u domaćoj ekonomiji. U takvim okolnostima sav teret finansiranja deficita tekućeg računa pada na akumulaciju spoljnog duga. Kolaps bankarskog sistema ima nekoliko neposrednih posledica. Prvo, direktno utiče na pad štednje i dolazi do kontrakcije ekonomske aktivnosti što dovodi do dodatnog pada štednje. Drugo, nesigurnost i nestabilnost vezana za platni sistem će negativno uticati na priliv stranog kapitala. Treće, ako monetarne vlasti neke zemlje saniraju gubitke propalih banaka po okončanju bankarske krize putem kreiranja dodatnog novca iz primarne emisije ili kroz dodatno zaduživanje, sposobnost održavanja stabilnosti deviznog kursa od strane monetarnih vlasti biće pod velikim znakom pitanja. Na osnovu ovoga možemo zaključiti da kriza bankarskog sektora može biti neposredni uzrok neodrživosti deficita tekućeg računa.

U tranzicionim zemljama centralne i istočne Evrope u bankarskom sektoru dominiraju banke sa inostranim vlasništvom, a poseban razlog za zabrinutost predstavlja činjenica da su banke iz određenih zemalja posebno aktivne u pojedinim regionima što povećava finansijsku međuzavisnost i opasnost od preliivanja krize iz jedne zemlje u drugu (bilo iz matične zemlje stranih banaka bilo iz neke od zemalja u kojoj posluju njihove afilijacije). Bankarski sistem Srbije pokazao je stabilnost prilikom prvog udara svetske ekonomske krize 2008.godine bez obzira na nepoverenje građana koje je za posledicu imalo znatan odliv domaće štednje iz bankarskog sistema (početkom krize oko milijardu evra štednje je povučeno iz banaka). Stabilnosti su najviše doprinele snažna kapitalna baza i restriktivne mere Narodne Banke Srbije. Pokazatelj adekvatnosti kapitala u Srbiju imao je mnogo veći prosek nego u ostalim evropskim zemljama, što je slučaj i danas. Tako 28 primer, adekvatnost kapitala u bankarskom sektoru Srbije je u 2015.godini bila 21,4%, što je znatno više u odnosu na druge tranzicione zemlje u regionu: Hrvatska 12,7%, Bugarska 11,6%, Rumunija 8,3% i Mađarska 9,1% (izvor: Svetska banka).

Veći **stepen otvorenosti ekonomije** omogućava lakše servisiranje obaveza po osnovu duga. Zemlje koje imaju snažan izvozni sektor mogu lakše da servisiraju dug s obzirom da će obaveze po osnovu servisiranja duga apsorbovati manji deo njihovih ukupnih izvoznih prihoda. Ako dođe do smanjenja priliva inostranog kapitala zemlja će morati da se orijentiše na forsiranje izvoznog sektora u cilju generisanja strane valute za izmirenje dužničkih obaveza. S obzirom da se ova preorijentacija ka izvozu ne može desiti momentalno, neophodno je drastično smanjiti uvoz, a to može biti veoma loše za industrijski sektor koji je zavistan od uvoznih inputa.

Tabela 9: Stepen otvorenosti tranzicionih zemalja jugoistočne i centralne Evrope, 2012 -2014

Zemlja	2012	2013	2014	Prosek (2008-2010)	Rang
Albanija	85.34	88.93	75.13	83.13	15
BiH	88.08	87.85	90.80	88.91	13
Bugarska	129.62	134.53	131.09	131.75	7
Češka	148.32	148.74	160.92	152.66	6
Crna Gora	111.77	102.77	100.13	104.89	10
Hrvatska	82.68	85.60	90.51	86.26	14
Estonija	172.19	171.33	164.40	169.31	2
Letonija	127.50	123.94	121.26	124.23	8
Litvanija	162.45	166.86	160.51	163.28	4
Mađarska	166.92	168.62	171.24	168.93	3
Makedonija	112.22	104.86	112.97	110.01	9
Poljska	89.32	90.69	93.63	91.21	12
Rumunija	79.90	80.27	82.75	80.97	16
Slovačka	179.90	183.43	180.06	181.13	1
Slovenija	142.38	144.55	145.18	144.04	6
Srbija	90.52	93.11	97.60	93.74	11

1

Izvor: Kalkulacija autora na osnovu podataka UNCTADstat-a

Početkom **ekonomske** krize usled smanjenog priliva sredstava za finansiranje deficita i usled slabo razvijenog izvoznog sektora Srbija je bila primorana značajno da redukuje uvoz. Smanjenje uvoza može posebno biti pogubno za manje otvorenu ekonomiju zato što to obično podrazumeva smanjenje uvoza esencijalnih uvoznih inputa. Sa druge strane, veći stepen otvorenosti ekonomije povećava i rizik izloženosti zemlje eksternim šokovima i krizama. Izloženost zemlje eksternim šokovima je posebno visoka ako zemlja ima usku izvoznu bazu i ako je njena ekonomija zavisna od uvoza inputa, a to je upravo slučaj sa Srbijom.

Iz tabele 9 možemo uočiti da Srbija zauzima tek 11.mesto po stepenu otvorenosti među zemljama jugoistočne i centralne Evrope (koji se meri učešćem izvoza i uvoza dobara i usluga u ukupnoj ekonomskoj aktivnosti) što ukazuje na relativno nizak potencijal ekonomije da održava svoju eksternu poziciju unutar prihvatljivih granica. Nedovoljna otvorenost ekonomije Srbije sa sobom nosi niz negativnih posledica – nemogućnost većeg korišćenja međunarodnih komparativnih prednosti, nedovoljno jačanje konkurentnosti, otežano korišćenje prednosti ekonomije obima proizvodnje (smanjenje troškova po jedinici proizvodnje) kao i otežano regulisanje finansijskih obaveza prema inostranstvu.

Politička nestabilnost ili neizvesnost oko budućih smernica ekonomske politike utiče na sličan način na održivost deficita tekućeg računa kao i stabilnost bankarskog sektora. Politička nestabilnost utiče na ponašanje investitora, koji u tim uslovima počinju da sumnjaju u dalju održivost i kredibilitet trenutne makroekonomske politike države. Na primer, ukoliko vladu koja vodi politiku slobodnog kretanja kapitala zameni vlada koja uvede ograničenja kretanja kapitala doći će do naglog odliva kapitala iz zemlje u inostranstvo. Takođe, brojna istraživanja potvrdila su vezu između političke nestabilnosti sa visokom inflacijom, niskim nivoom investicija i slabim ekonomskim rastom.

Politička situacija utiče na održivost tekućeg računa na još dva načina. Prvo, tzv. "meka" odnosno koaliciona vlada može imati problema prilikom preduzimanja određenih mera ekonomske politike usmerenih na neutralizovanje šokova, zbog toga što nije u stanju da osigura adekvatnu političku podršku za svoje namere. Možemo reći da ovakvo stanje postoji u Srbiji s obzirom da koalicionu vladu čine stranke sa prilično različitim programskim orijentacijama. Drugo, uoči izbora aktuelna vlada nije

motivisana da preduzima nikakve radikalne mere makroekonomske politike zbog straha da će na taj način ugroziti svoje izborne rezultate. Poseban problem za političku stabilnost u Srbiji predstavlja činjenica da određene grupa zapadnih zemalja, ne obazirući se na međunarodno pravo, pokušava ponovno crtanje međunarodno priznate državne granice Srbije koja je potvrđena Ustavom.

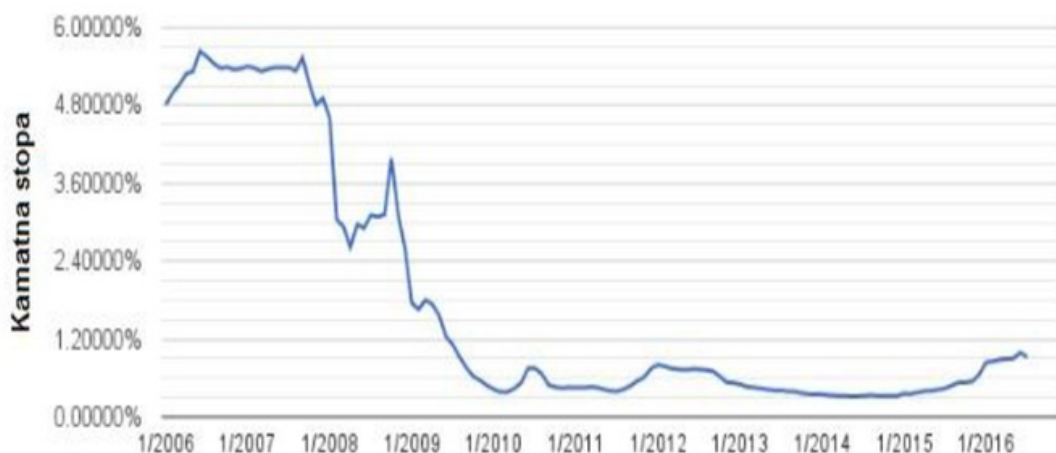
Kao jedan od indikatora političke i makroekonomske stabilnosti može poslužiti stabilnost odnosno promenljivost kreditnog rejtinga zemlje. Kreditni rejting zemlje ocenjuju strane rejting agencije od kojih su najpoznatije Standard and Poor's i Moody's. Povoljniji kreditni rejting za određenu zemlju znači niže troškove zaduživanja što povoljno utiče na održivost deficita tekućeg računa. Kreditni rejting Srbije, prema Standard and Poor's-u, je u 2016 godini BB-, što znači da je Srbija po kreditnom rejtingu u regionu jugoistočne Evrope bolja od Albanije (B+), Crne Gore (B+) i Bosne i Hercegovine (B), u rangi sa Makedonijom (BB-), a lošija od Hrvatske (BB), Rumunije (BBB-) i Bugarske (BB+).²

Među **globalnim faktorima** koji utiču na održivost deficita tekućeg računa najvažniji su **globalni ekonomski rast, realna kamatna stopa na globalnom nivou i promene u cenama nafte**. S obzirom da je najveći broj stranih direktnih investicija u Srbiji potiče iz zemalja EU i da je EU glavni trgovinski partner Srbije, **recesija** u EU i **na globalnom nivou** ima negativan uticaj na održivost deficita tekućeg računa Srbije. Frankel i Rose (1996) su dokazali da **realna kamatna stopa** na globalnom nivou predstavlja značajan činilac održivosti deficita tekućeg računa. Viša realna kamatna stopa na globalnom nivou za posledicu može imati odliv kapitala iz zemlje dok niža realna kamatna stopa na globalnom nivou može da dovede do priliva inostranog kapitala. Dakle, veća kamatna stopa na globalnom nivou ne samo da povećava troškove finansiranja duga nego utiče i na spremnost stranaca da pozajmljuju kapital.

Početak svetske ekonomske krize došlo je do pada realne kamatne stope što možemo videti na grafikonu 17 (za realnu kamatnu stopu korišćen je šestomesečni LIBOR) što bi u skladu sa teorijom trebalo da pozitivno utiče na održivost deficita tekućeg računa Srbije.

² izvor: <http://www.tradingeconomics.com/country-list/rating>

Grafikon 17: Realna kamatna stopa na globalnom nivou, 2006 - 2016



Izvor: <http://www.moneycafe.com/library/6monthlibor.htm>

Kretanje **cene nafte** utiče na održivost deficita tekućeg računa na dva načina. Prvo, za zemlje uvoznice nafte kao što je Srbija cena nafte direktno utiče na vrednost uvoza. Drugo, visoke cene nafte mogu da uspore investicije i da negativno utiču na nivo proizvodnje. Globalna recesija uticala je na pad cene nafte (prosečna cena u 2008.godini bila je 97,035 dolara po barelu, u 2010.godini je bila 79,030 dolara po barelu, u julu 2016.godine iznosi 46.2 dolara po barelu – izvor MMF) što pozitivno utiče na valorizaciju srpskog uvoza. Nažalost cena nafte na domaćem tržištu je zahvaljujući prisutnom monopolu u trgovini naftnim derivatima i visokim državnim akcizama najviša u regionu i nije cenovno prilagodljiva (na dole) u skladu sa kretanjem cene nafte na svetskom tržištu, pa pojeftinjenje nafte na svetskom tržištu neće u velikoj meri pozitivno uticati na troškove proizvodnje u Srbiji.

S obzirom na izvršenu analizu faktora koji utiču na održivost deficita tekućeg računa, možemo sumirati one koje imaju pozitivan i one koje imaju negativan uticaj na održivost deficita tekućeg računa Srbije. Pozitivan uticaj na održivost tekućeg računa Srbije imaju povoljna struktura spoljnog duga po ročnosti i prema vrsti dužnika, visok nivo deviznih rezervi akumuliranih u prethodnom periodu, relativna stabilnost finansijskog sistema (usled visoke stope adekvatnosti kapitala u bankarskom sektoru), niža realna kamatna stopa na globalnom nivou i pad cena nafte na svetskom tržištu koja pozitivno utiče na valorizaciju srpskog uvoza. Negativan uticaj na održivost tekućeg računa imaju nepovoljna struktura tekućeg računa, nepovoljna

struktura priliva kapitala kojim se finansira deficit (u kojoj dominira zajmovni kapital), ekonomski rast koji se ne bazira na zdravim osnovama i koji je usporen usled recesije globalne ekonomije, visok nivo spoljnog duga u odnosu na BDP, realna apresijacija deviznog kursa, nedovoljna otvorenost ekonomije, nedovoljna politička i makroekonomska stabilnost, globalna recesija kao i činjenica da je uzrok pojave deficita visok nivo potrošnje, a ne rastuća investiciona aktivnost.

2.3. Analiza srednjoročne i dugoročne održivosti deficita tekućeg računa Srbije

U cilju potpunije procene održivosti deficita tekućeg računa Srbije, u ovom delu rada biće prezentovana dva modela za procenu srednjoročne i dugoročne održivosti deficita tekućeg računa. Dva modela se baziraju na teorijskim dostignućima Milesi-Ferreti i Razin-a (MFR metodologija), odnosno Reisen-a (Reisen metodologija). Reisen metodologija je korigovana od strane autora dodavanjem jedne varijable u model – neto reinvestirane dobiti od stranih direktnih investicija.

2.3.1. Merenje održivosti deficita tekućeg računa Srbije korišćenjem MFR metodologije

Milesi-Ferretti i Razin (1996) prave razliku između tri različita, ali povezana koncepta: solventnosti ekonomije, održivosti deficita tekućeg računa i prekomernosti deficita tekućeg računa. Ekonomija se definiše kao solventna ako je sadašnja diskontovana vrednost budućeg spoljnotrgovinskog suficita jednaka tekućem spoljnjem dugu. Problem sa ovom definicijom je što ju je teško primeniti, jer se oslanja na buduće neizvesne događaje. Potrebno je napraviti razliku između neodrživog i prekomernog deficita tekućeg računa, odnosno, deficita koji je suviše veliki da se objasnio bilo kojim modelom potrošnje, investicija i proizvodnje. Tekući račun se smatra održivim ⁴ ukoliko nastavak trenutne politike vlade i / ili ponašanja privatnog sektora ne zahteva drastične promene u programu monetarne politike i ne dovodi do pojave platno-bilansne krize. Prema MFR metodologiji, održivi deficit tekućeg računa konzistentan

je sa solventnošću odnosno zadovoljava kriterijum stabilizacije odnosa spoljnog duga i BDP-a. Milesi Ferreti i Razin koriste standardni računovodstveni identitet da objasne značenje intertemporalne solventnosti, ističući posebnu ulogu stope realnog ekonomskog rasta (γ), realne kamatne stope na spoljni dug(r) i realnog efektivnog deviznog kursa (ϵ) (Aristovnik, 2007, str.89):

$$10 \quad tb = 1 - i - c - g = -f(r - \gamma - \epsilon) \quad (9)$$

gde je tb - dugoročni spoljnotrgovinski bilans, i - bruto investicije, c - privatna potrošnja, g - javna potrošnja, f - odnos spoljnog duga i BDP-a.

20 Jednačina ukazuje da zemlja može da ima veći nivo apsorpcije ($i+c+g$) u odnosu na nacionalni dohodak jedino u slučaju ako se zemlja javlja kao neto izvoznik kapitala. Neto uvoznici kapitala, kao što je slučaj sa tranzicionim zemljama, moraju da ostvaruju spoljnotrgovinske suficite i plaćaju kamatu na spoljni dug kako bi odnos spoljnog duga i BDP-a ostao nepromenjen.

Doisy i Herve su modifikovali gornju jednačinu, uzimajući u obzir da se u slučaju tranzicionih zemalja određeni deo deficita tekućeg računa finansira prilivom inostranog kapitala u obliku stranih direktnih investicija koje ne uvećavaju dug. (Golubovic, 2008, str.279). Ukoliko pri tome pretpostavimo, radi pojednostavljenja da je dugoročni realni efektivni devizni kurs konstantan (ϵ), održivi nekamatonosni bilans tekućeg računa prema BDP-u se može predstaviti kao:

$$ca' = -f(r - \gamma) - fdi \quad (10)$$

22 gde je fdi - udeo neto stranih direktnih investicija u BDP-u.

Uključivanje stranih direktnih investicija u model je problematično iz tri razloga: strane direktne investicije nisu "besplatan obrok", u tranzicionim zemljama značajno utiču na generisanje potrošnje (što ima negativan uticaj na bilans tekućeg računa), priliv stranog kapitala utiče na apresijaciju realnog deviznog kursa. Kao što će biti prikazano u nastavku rada, **deficit računa dohotka** je glavni uzrok deficita tekućeg računa zemalja Centralne Evrope i sve je važniji u oblikovanju deficita tekućeg računa u zemljama jugoistočne Evrope. Struktura računa dohotka pokazuje da je

prihod od direktnih investicija dominantan uzrok deficita, što ukazuje da priliv stranih direktnih investicija dovodi do neizbežnog deficita računa dohotka.

Strane direktne investicije u zemljama u tranziciji, posebno u jugoistočnoj Evropi, uglavnom su usmerena u profitabilne aktivnosti koje pripadaju tercijarnom sektoru: finansijske usluge, trgovina na malo, nekretnine i telekomunikacije. "Nerazmenjive" SDI (razmenljivim se smatraju strane direktne investicije u oblasti proizvodnje, rudarstva i poljoprivrede jer su izvozno orijentisane) su tržišno orijentisane i imaju negativan uticaj na spoljnotrgovinski bilans, ne samo kroz direktan povećanje uvoza već i kroz uticaj na **generacije potrošnje** (najočiglednije putem kreditne ekspanzije vezane sa stranim investicijama u finansijskom sektoru). Da bi podržali ovu tezu u nastavku rada biće prezentovan odnos između "nerazmenljivih" SDI i uvoza.

Kada je u pitanju treći razlog zbog koga ne bi trebalo uključiti strane direktne investicije u model, uticaj stranih direktnih investicija na **apresijaciju realnog deviznog kursa** je već prezentovana u tabeli 6.

U tabeli 10 date su pretpostavke za izračunavanje održivosti deficita tekućeg računa korišćenjem jednačine (9) kao i rezultati održivosti deficita tekućeg računa po modifikovanoj MFR metodologiji koja se koristi za ocenu održivosti deficita tekućeg računa na srednji rok. Kao i u jednačini (10), zbog pojednostavljivanja modela dugoročni realni efektivni kurs u MFR modelu se smatra konstantnim (ϵ).

Izračunati održivi deficit tekućeg računa Srbije po MFR metodologiji je 1.47% BDP, što je velika razlika u odnosu na aktuelni deficit nekamatonosnog dela tekućeg računa koji iznosi 7.98% BDP. To znači da ukoliko ne napravi ozbiljne promene u kretanjima na tekućem računu, Srbija će imati ozbiljne probleme sa održivošću deficita tekućeg računa u srednjem roku. Čak i ako se uključe strane direktne investicije u model (što je problematično, kao što je ukazano ranije) stvarni deficit nekamatonosnog dela tekućeg računa je veći od izračunatog održivog deficita tekućeg računa sa stabilnim prilivom SDI od 4% BDP-a (5,47% BDP-a) i izračunatog održivog deficita tekućeg računa sa prosečnim prilivom SDI u periodu 2011-2014.godine (7,17% BDP-a).

Tabela 10: Održivost deficita tekućeg računa Srbije po MFR metodologiji

Pretpostavke za izračunavanje održivosti deficita tekućeg računa Srbije po MFR metodologiji				
Spoljni dug u % BDP-a (2011-2014)		Realna kamatna stopa na spoljni dug u % (2014)	Realni ekonomski rast u % (2011-2014)	Neto priliv SDI u % BDP-a (2011-2014)
76.91		2.78	0.28	5.70
Održivi bilans tekućeg računa po MFR metodologiji u % BDP-a			Aktuleni bilans nekamatonosnog dela tekućeg računa u % BDPa (2011-2014)	
Bez SDI	Stabilne SDI 4%	Prosečne SDI za period (2011-2014)		
-1.47	-5.47	-7.17	-7.98	

Izvor: Kalkulacija autora

Da bi se u potpunosti procenila održivost deficita tekućeg računa Srbije korišćenjem MFR metodologije neophodno je napraviti poređenje sa dobijenim rezultatima za druge zemlje u regionu (Jugoistočne Evrope). Pretpostavke za izračunavanje održivosti deficita tekućeg računa zemalja jugoistočne Evrope prikazane su u tabeli 11.

Tabela 11: Pretpostavke za izračunavanje održivosti deficita tekućeg računa zemalja jugoistočne Evrope (MFR metodologija)

Zemlja	Spoljni dug u % BDP-a (2011-2014)	Realna kamatna stopa na spoljni dug u % (2014)	Realni ekonomski rast u % (2011-2014)	Neto priliv SDI u % BDP-a (2011-2014)
Albanija	58.15	3.77	1.77	8.52
B & H	58.56	2.32	0.86	2.34
Bugarska	89.42	2.51	1.16	3.52
Crna Gora	60.58	3.78	1.46	12.05
Hrvatska	109.91	2.28	-0.97	3.36
Makedonija	62.76	3.34	2.09	3.14
Rumunija	63.86	3.60	2.05	1.75

Izvor: Kalkulacija autora

Tabela 12 prikazuje obračun održivosti bilansa tekućeg računa za zemlje jugoistočne Evrope po MFR metodologiji (kao i u prethodnom slučaju, dugoročni realni efektivni devizni kurs u MFR modelu se smatra konstantom (ϵ)). Kao i u slučaju Srbije, bez uvođenja stranih direktnih investicija u model, izračunati održivi bilans tekućeg računa za svaku zemlju (osim Bugarske) se znatno razlikuje od aktuelnog bilansa nekamatonosnog dela tekućeg računa. Samo u slučaju Albanije i Crne Gore postoji veća razliku između stvarnog i izračunatog održivog bilansa tekućeg računa u poređenju sa Srbijom. Ako se uzme u obzir prosečan **neto priliv stranih direktnih investicija u periodu 2011-2014**, situacija je drugačija, jer većina zemalja ne bi trebalo da pravi značajnije korekcije na tekućem računu. U slučaju Bugarske i Makedonija izračunati održivi deficit tekućeg računa je zapravo veći od stvarnog deficita, a u slučaju Hrvatske i Rumunije razlika između obračunatog održivog i stvarnog deficita tekućeg računa je manja nego u slučaju Srbije. Rezultati dobijeni korišćenjem MFR metodologije sugerišu da će se region u celini imati problema sa prekomernim deficitima tekućih računa u srednjoročnom periodu, kao rezultat neodrživog razvoja, i da je Srbija među najugroženijim zemljama u regionu.

Tabela 12: Održivost deficita tekućeg računa zemalja jugoistočne Evrope po MFR metodologiji

Zemlja	Održivi bilans tekućeg računa po MFR metodologiji u % BDP-a			Aktuelni bilans nekamatonosnog dela tekućeg računa u % BDPa (2011-2014)
	Bez SDI	Stabilne SDI 4%	Prosečne SDI za period (2011-2014)	
Albanija	-1.16	-5.16	-9.68	-10.28
B & H	-0.85	-4.85	-3.19	-7.45
Bugarska	-1.20	-5.20	-4.72	0.23
Crna Gora	-1.40	-5.40	-13.45	-14.78
Hrvatska	3.57	-0.43	0.21	0.09
Makedonija	-0.78	-4.78	-3.92	-1.58
Rumunija	-0.98	-4.98	-2.73	-2.23

Izvor: Kalkulacija autora

2.3.2. Merenje održivosti deficita tekućeg računa Srbije korišćenjem Reisen metodologije

Reisen metodologija se često koristi za procenu dugoročne održivosti deficita tekućeg računa. Metodologija se zasniva na standardnom portfolio pristupu tekućem računu. Održivi deficit tekućeg računa cad može se predstaviti jednačinom (Reisen, 1998, str.8):

$$cad = (\gamma + \varepsilon)f^* - ((\eta + \varepsilon - \gamma)/(1 + \gamma))FX^* - fdi \quad (11)$$

gde je f^* - ciljni nivo spoljnog duga u odnosu na BDP pri kome su inostrani investitori uvereni da će zemlja uredno servisirati obaveze po osnovu duga, kao pretpostavku uzimamo da taj ciljni nivo spoljnog duga iznosi 50% BDP-a; η – stopa realnog rasta uvoza; FX^* - ciljni nivo deviznih rezervi, kao pretpostavku uzimamo da je jednaka vrednosti šestomesečnog uvoza (u % BDP-a).

Jednačina (11) pokazuje da je dugoročno moguće održati deficit tekućeg računa ako odnos spoljnog duga i BDP-a ostane nepromenjen i ako ciljni nivo deviznih rezervi raste u skladu sa stopom realnog rasta uvoza. Uključivanje realnog efektivnog deviznog kursa (ε) u jednačinu je važno s obzirom da realna apresijacija koja je prisutna u većini tranzicionih zemalja smanjuje i spoljnji dug i nivo deviznih rezervi u odnosu na BDP.

Umesto uvođenja stranih direktnih investicija u Reisen model, kreiran je modifikovani model dodavanjem neto reinvestirane dobiti od stranih direktnih investicija. Reinvestirana dobit se beleži kao kreditna stavka računa kapitala (kao deo stranih direktnih investicija), kako bi odražavala povećano investiranje stranog investitora u određenoj zemlji; a beleži se i kao potraživanje na tekućem računu da bi se odrazio prihod od kapitala koji strani investitor ima od svog ulaganja. Na ovaj način se održava princip dvojnog knjigovodstva platnog bilansa. Za razliku od dividendi koji se transferišu ka matičnoj kompaniji, kada valuta zemlje domaćina mora da se konvertuje u valutu matične zemlje multinacionalne kompanije, u slučaju reinvestirane dobiti nema potrebe da se razmenjuje valuta zemlje domaćina za devize, jer ostvareni profit ostaje u zemlji.

Kao što je istaknuto od strane Brade i Tomšika (2003, str.3), iako se reinvestirana dobit i dividende beleže na računu dohotka kao na izgled slične debitne transakcije, dividende moraju biti finansirane na deviznom tržištu dok to nije potrebno u slučaju reinvestirane dobiti. Tako će zemlje, koje imaju visok priliv SDI koje generišu veliki profit koji se reinvestira u lokalnoj ekonomiji, paradoksalno, imati velike deficite tekućeg računa, iako je reinvestirana dobit korišćena za investicije u domaću privredu za kupovinu zemljišta, izgradnju novih postrojenja, proširenje postojećih kapaciteta, itd., što ne zahteva devizno finansiranje. Zemlje u kojima strani investitori reinvestiraju mnogo više nego što domaća preduzeća investiraju u inostranstvu (što je slučaj sa skoro svim zemljama centralna i jugoistočne Evropa) će imati 'precenjen' deficit tekućeg računa. S toga je u jednačini (11) neophodno oduzeti deo računa dohotka - neto reinvestiranu dobit - od stranih direktnih investicija kao % BDP-a (Re) od održivog bilans tekućeg računa:

$$cad - Re = (\gamma + \varepsilon)f^* - ((\eta + \varepsilon - \gamma)/(1 + \gamma))FX^* \quad (12)$$

Preuređenjem gornje jednačine, održivi deficit tekućeg računa se može izraziti kao:

$$cad = (\gamma + \varepsilon)f^* - ((\eta + \varepsilon - \gamma)/(1 + \gamma))FX^* + Re \quad (13)$$

U tabeli 13 prezentovane su pretpostavke za izračunavanje održivosti deficita tekućeg računa korišćenjem jednačine (13) (modifikovana Reisen metodologija koja se koristi za ocenu održivosti deficita tekućeg računa na dugi rok).

Tabela 13: Pretpostavke za izračunavanje održivosti deficita tekućeg računa Srbije po modifikovanoj Reisen metodologiji (jednačina 13)

Realni efektivni devizni kurs (po jedinici rasta BDP-a)	Realni rasta uvoza u % (2011-2014)	Realni ekonomski rast u % (2011-2014)	Neto priliv SDI u % BDP-a (2011-2014)
0.91	4.96	0.28	5.70
Ciljni nivo deviznih rezervi u % BDP-a (2011-2014)		Neto reinvestirana dobit od stranih direktnih investicija kao % BDP (2011-2014)	
26.13		- 0.88	

Izvor: Kalkulacija autora

Pošto je Srbija započela proces tranzicije kasnije od drugih zemalja i nije ostvarila značajniji kumulativni nivo stranih ulaganja, nivo neto reinvestirane dobiti od stranih direktnih investicija (u % BDP) je niži nego u drugim zemljama u tranziciji, posebno u poređenju sa zemljama centralne Evrope. Tabela 14 pokazuje kalkulaciju održivog deficita tekućeg računa Srbije izračunatog pomoću modifikovane Reisen metodologije.

Tabela 14: Održivost deficita tekućeg računa Srbije po modifikovanoj Reisen metodologiji

Održivi deficit tekućeg računa po modifikovanoj Reisen metodologiji u % BDP-a uz pretpostavke o konstantnom spoljnjem dugu ($f^* = 50\%$ BDP) i ciljnom nivou deviznih rezervi u vrednosti šestomesečnog uvoza	Aktuelni bilans tekućeg računa u % BDP-a (2011-2014)
-1.41	-8.68

Izvor: Kalkulacija autora

Iz tabele možemo uočiti da je aktuelni deficit tekućeg računa Srbije (8.68 % BDP-a) daleko veći u odnosu na izračunati održivi deficit tekućeg računa korišćenjem modifikovane Reisen metodologije (1.41 % BDP-a) što ukazuje da je deficit tekućeg računa Srbije dugoročno neodrživ. Čak i ako se upotrebi pristup Doisy i Herve-a i koristi ¹⁷ neto priliv stranih direktnih investicija u periodu 2011-2014. godine umesto neto reinvestirane dobiti od stranih ¹² direktnih investicija, izračunati održivi deficit tekućeg računa Srbije je 7.11% BDP-a, što je za 1.57% BDP veće od aktuelnog deficita tekućeg računa Srbije.

U cilju potpune procene održivosti deficita tekućeg računa Srbije korišćenjem modifikovane Reisen metodologije neophodno je napraviti poređenje sa dobijenim rezultatima drugih zemalja jugoistočne Evrope. Pretpostavke za izračunavanje održivosti deficita tekućeg računa zemalja jugoistočne Evrope i dobijeni rezultati su prezentovani u tabelama 15 i 16 .

Tabela 15: Pretpostavke za izračunavanje održivosti deficita tekućeg računa zemalja jugoistočne Evrope (modifikovana Reisen metodologija)

Zemlja	Realni efektivni devizni kurs (po jedinici rasta BDP)	Realni rast uvoza u % (2011-2014)	Realni ekonomski rast u % (2011-2014)	Ciljni nivo deviznih rezervi u % BDP-a (2011-2014)	Neto reinvestirana dobit od SDI kao % BDP (2011-2014)
Albanija	0.74	2.24	1.77	26.15	-0.82
B & H	0.12	4.87	0.86	32.64	-1.23
Bugarska	0.33	2.87	1.16	27.86	-5.45
Crna Gora	0.11	-0.14	1.46	31.73	-0.94
Hrvatska	0.75	1.73	-0.97	21.10	-1.72
Makedonija	0.09	8.59	2.09	32.44	-0.82
Rumunija	0.29	6.53	2.05	20.86	-1.62

Izvor: Kalkulacija autora

Tabela 16: Održivost deficita tekućeg računa zemalja jugoistočne Evrope po modifikovanoj Reisen metodologiji

Zemlja	Održivi bilans tekućeg računa po modifikovanoj Reisen metodologiji u % BDP-a	Aktuelni bilans tekućeg računa u % BDP-a (2011-2014)
Albanija	0.31	-11.74
B & H	-1.43	-7.91
Bugarska	-5.25	0.91
Crna Gora	0.31	-16.50
Hrvatska	0.88	0.17
Makedonija	-1.85	-2.08
Rumunija	-1.44	-2.83

Izvor: Kalkulacija autora

Iz tabele 16 se može uočiti da će Albanija, Bosna i Hercegovine i Crna Gora biti primorane da izvrše prilagođavanje tekućeg računa kako bi u dužem roku izbegle krizu eksternog sektora. Izračunati održivi deficit tekućeg računa je najveći u slučaju Bugarske kao rezultat najvišeg nivoa reinvestirane dobiti u odnosu na BDP. Bugarska, Hrvatska, Makedonija i Rumunija su u boljem položaju od drugih zemalja (razlika između obračunate održivog i stvarnog stanja tekućeg računa je manje od 2% BDP-a), dok ostale zemlje moraju da se suoče sa značajnim prilagođavanjem tekućeg računa. Samo u slučaju Crne Gore i Albanije postoji veća razlika između aktuelnog i izračunatog održivog bilansa tekućeg računa, što pokazuje da Srbija, po pitanju održivosti deficita tekućeg računa, spada među najugroženije zemlje u regionu.

Neophodno je naglasiti da je određivanje deficita tekućeg računa po osnovu prezentovanih metodologija suočeno sa izvesnim ograničenjima koja se odnose na činjenicu da su pretpostavke od kojih se polazi u analizi prilično stroge, posebno kad su tranzicione zemlje u pitanju, jer impliciraju da su buduće strukturne promene predvidive ili da tekuće stanje privrede predstavlja postojanu ravnotežu. Ovo je malo verovatno s obzirom na globalnu recesiju, krizu u evro zoni, kao i činjenicu da privrede u tranziciji nisu u potpunosti usklađene sa tržišnom ekonomijom. Kako su istakli Aristovnik (2007) i Golubović (2008), budući modeli treba da implementiraju set indikatora za koje je utvrđeno da imaju sposobnost identifikovanja neodrživih deficita tekućeg računa, kao što je nivo štednje i investicija, fiskalni bilans, otvorenost ekonomije i strukturu spoljnog duga.

Kalkulacije održivosti deficita tekućeg računa pomoću MFR i modifikovane Reisen metodologije pokazale su da je aktuelni deficit tekućeg računa u Srbiji iznad održivog nivoa (po MFR metodologiji održivi deficit tekućeg računa je 1.47% BDP-a, dok je aktuelni deficit nekamatonosnog dela tekućeg računa 7.98% BDP, u slučaju modifikovane Reisen metodologije održivi deficit tekućeg računa je 1,41%, dok je stvarni deficit tekućeg računa 8.68% BDP-a) i da strana akumulacija u prethodnom periodu nije korišćena u cilju stvaranja uslova za održivi razvoj. U poređenju sa dobijenim rezultatima za druge zemlje jugoistočne Evrope, Srbija je jedna od najugroženijih zemlje kada je u pitanju održivost deficita tekućeg računa. Stanje globalne ekonomije može doprineti dodatnom smanjenju priliva inostranog kapitala

koji je važan izvor finansiranja deficita tekućeg računa, što može dovesti do još drastičnijeg pada uvoza, negativno utiče na industrijsku proizvodnju (koja je visoko zavisna od uvoza inputa) i dalje zaoštavanje pitanja održivosti deficita tekućeg računa Srbije. Nažalost, nizak nivo domaće akumulacije, sporost u izgradnji adekvatnog ambijenta za strane investitore ne ulivaju poverenje u sposobnost Srbije da reši problem permanentnog deficita tekućeg računa.

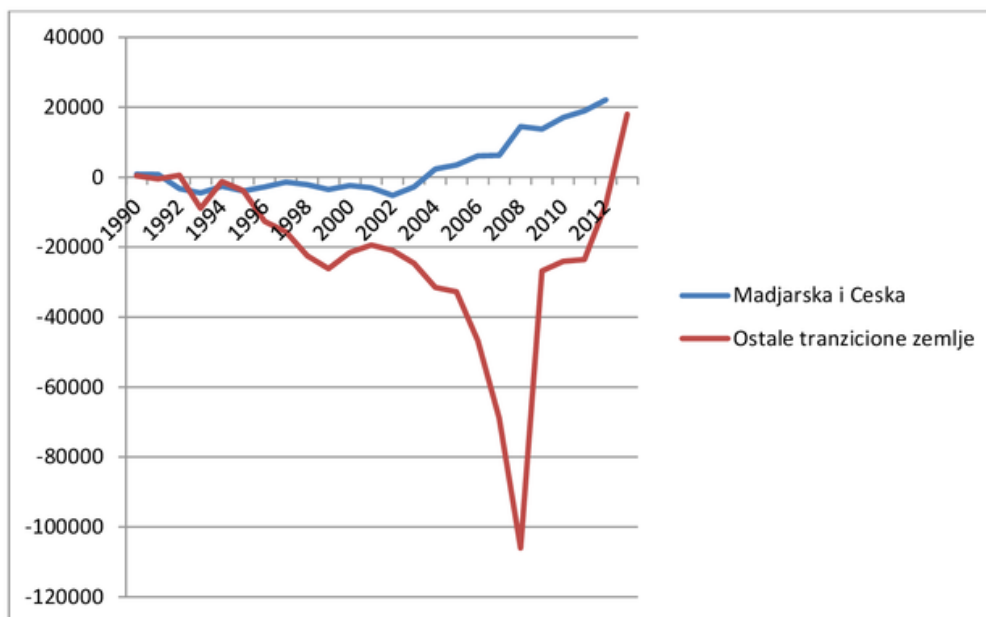
3. Uticaj stranih direktnih investicija na spoljnotrgovinski bilans Srbije

Većina zemalja se na početku tranzicije suočila sa spoljnotrgovinskim deficitom koji se javio kao posledica nedovoljne konkurentnosti domaćih proizvoda kao i gubitka velikog dela tržišta raspadom SEV-a. Očekivalo sa da će u procesu tranzicije doći do strukturne promene proizvodnje i trgovine koje će dovesti do podizanja konkurentnosti privrede što će imati pozitivan uticaj na spoljnotrgovinski bilans. Važan faktor u podizanju konkurentnosti privrede i njene integracije u međunarodne trgovinske tokove predstavljaju strane direktne investicije koje ne služe samo za premošćavanje "investicionog gepa" već predstavljaju mnogo širi paket. Donoseći nove proizvodne aktivnosti zasnovane na savremenoj tehnologiji, modernim organizacionim i menadžerskim znanjima i povezujući lokalne proizvođače u globalne korporativne sisteme, strane investicije su u velikoj meri kreator novih spoljnotrgovinskih tokova.

U zavisnosti od uspeha u privlačenju stranih direktnih investicija kao i sektorske distribucije (možda je bolje reći "kvaliteta") stranih investicija određene zemlje su imale znatno bolje rezultate u podizanju konkurentnosti svog izvoza i rešavanju problema spoljnotrgovinskog bilansa. Kao pozitivni primeri zemalja koje su znatno popravile svoj spoljnotrgovinski bilans zahvaljujući stranim direktnim investicijama mogu se navesti Mađarska i Češka koje su privukle značajne strane investicije u industrijski sektor i koje danas u velikoj meri učestvuju u ukupnom izvozu zemlje (preko 80% industrijskog izvoza Mađarske vrše strane afilijacije, dok je u Češkoj taj iznos preko 50% - Sass i dr., 2012)

Na grafikonu 18 prikazano je kretanje prosečnog spoljnotrgovinskog bilansa u tranzicionim zemljama (korišćen je isti uzorak od 16 zemalja kao i prethodnom delu rada, bez Mađarske i Češke) i u Mađarskoj i Češkoj sa koga se jasno uočavaju različite tendencije. U slučaju Mađarske i Češke nakon 2004.godine dolazi do znatnog poboljšanja spoljnotrgovinskog bilansa koji prelazi u suficit dok u ostatku tranzicionih zemalja dolazi do daljeg povećanja spoljnotrgovinskog deficita koje je smanjen tek početkom svetske ekonomske krize zbog pada agregatne tražnje i suženih mogućnosti za finansiranje uvoza.

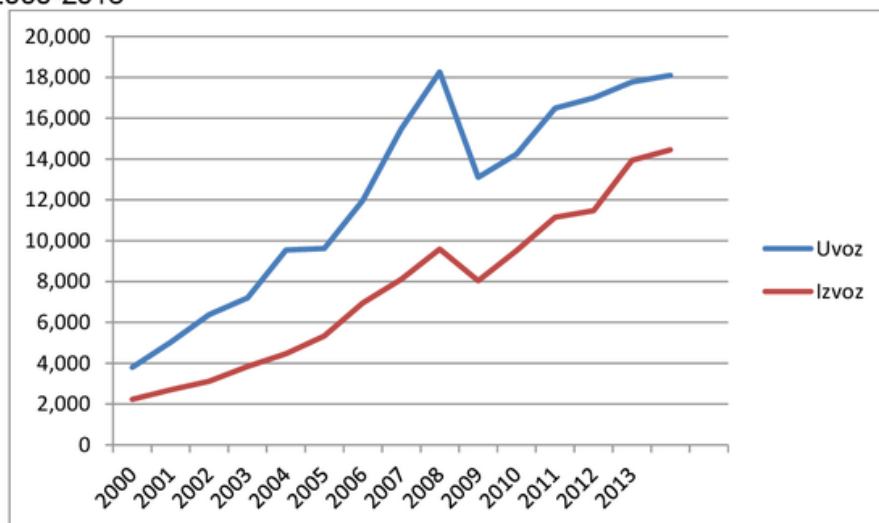
Grafikon 18: Kretanje prosečnih spoljnotrgovinskih bilansa, u milionima USD, 1990-2013



Izvor: Kalkulacija autora na osnovu podataka UNCTADstat

Srbija je proces spoljnotrgovinske liberalizacije započela 2000.godine i od tada se suočava sa konstantnim rastom spoljnotrgovinskog deficita. Sa grafikona 19 na kome je prikazano kretanje srpskog uvoza i izvoza robe i usluga u periodu od 2000-2013.godine, jasno se uočava da je uvoz rastao brže nego izvoz. Uprkos značajnom rastu izvoza, taj rast je još uvek daleko ispod realnih potreba razvoja zemlje. Srpski izvoz je cenovno konkurentan u sektorima koji pripadaju proizvodima sa nižim stepenom obrade dok je u pogledu konkurentnosti kvalitetom situacija veoma nepovoljna. Za proizvodnju kvalitetnijih proizvoda potrebna je savremena tehnologija, oprema i novi proizvodni procesi, a pored kvaliteta samog proizvoda u kvalitativne faktore spadaju dizajn, ambalaža, trgovinska marka, itd. Takođe domaćim preduzećima nedostaju i preduzetnička znanja iz oblasti upravljanja, međunarodnog marketinga, standarda kvaliteta, a sve je to moguće obezbediti kroz priliv stranih direktnih investicija.

Grafikon 19: Kretanje uvoza i izvoza robe i usluga Republike Srbije, u milionima evra, 2000-2013



Izvor: Narodna banka Srbije

Pre nego što se započne sa analizom uticaja stranih direktnih investicija na spoljnotrgovinski bilans Srbije, neophodno je objasniti povezanost SDI i trgovine. Strane direktne investicije su danas jedan od najvažnijih generatora i akcelatora globalizacije i povezivanja nacionalnih tržišta u međunarodno, "globalno" tržište. Literatura o međunarodnoj trgovini i multinacionalnim kompanijama ne daje jasan odgovor na pitanje da li proizvodnja stranih afilijacija predstavlja supstituciju ili dopunu za međunarodnu trgovinu.

Jedna od prvih teorija o multinacionalnim kompanijama, Vernonova teorija životnog ciklusa proizvoda (Vernon, 1979) sugerise da se odnos između proizvodnje stranih afilijacija i trgovine menja u zavisnosti od faze životnog ciklusa proizvoda. Vernon razlikuje četiri faze životnog ciklusa proizvoda: inovaciju, rast, zrelost i odumiranje. Za proizvodnju novih, inovativnih proizvoda neophodno je znanje i moderna tehnologija, a to poseduju velike multinacionalne kompanije locirane u razvijenim zemljama. S obzirom na postojanje visoke diferencijacije proizvoda ili monopola u početnoj fazi životnog ciklusa proizvoda elastičnost tražnje je mala pa kompanija ne mora da traga za nižim troškovima proizvodnje. Drugu fazu životnog ciklusa proizvoda karakteriše povećanje standardizacije proizvoda. Inputi, proizvodni procesi i sam proizvod su već poznati kako proizvođaču, tako kupcima i konkurentima. Standardizacija proizvoda otvara mogućnosti za masovnu proizvodnju, a elastičnost

tražnje raste. S obzirom da se u ovoj fazi pojavljuje tražnja za proizvodom u ostalim razvijenim zemljama kompanija se odlučuje da locira svoju proizvodnju u tim zemljama. U ovoj fazi jasno je da se proizvodnja afilijacija kompanije i trgovina nalaze u odnosu supstitucije. U sledećoj fazi životnog ciklusa koju karakteriše visoka standardizacija proizvoda kompanija se odlučuje da locira svoju proizvodnju u manje razvijenim zemljama koje imaju komparativne prednosti u vidu niže cene radne snage i da sa te lokacije snabdeva treća tržišta. U ovom slučaju jasno je da se proizvodnja afilijacije kompanije i trgovina nalaze u komplementarnom odnosu jer dolazi do tržišne ekspanzije zemlje domaćina u vidu povećanog izvoza.

Odnos između SDI i trgovine se može razmatrati i pomoću standardnog Heckscher-Ohlin-ovog modela - HO (Heckscher, 1919 i Ohlin, 1933) koji sugerise da su tokovi međunarodne trgovine determinisani razlikama u dostupnosti faktora proizvodnje (zemlje, radne snage i kapitala). Zemlja će izvoziti onu robu za čiju proizvodnju se više koriste faktori koji su dostupni, a uvoziće robu za čiju proizvodnju se koriste faktori koje zemlja ne poseduje u potrebnom obimu. U skladu sa Stolper-Samuelson-ovom teoremom, kao posledica trgovine robom dolazi do izjednačavanja relativnih cena faktora proizvodnje čak i u odsustvu mobilnosti faktora proizvodnje. Sa druge strane, savršena mobilnost faktora proizvodnje dovodi do izjednačavanja cena robe čak i u odsustvu međunarodne trgovine. To znači da do izjednačenja relativnih cena faktora proizvodnje može doći ili putem međunarodne trgovine ili putem mobilnosti faktora proizvodnje pa se može reći da se proizvodnja stranih afilijacija i trgovina nalaze u odnosu supstitucije. Naknadna teorijska istraživanja su pokazala da ako se dodatne pretpostavke uključe u standardni HOS model (različit nivo tehnologije u zemljama, postojanje monopola, poremećaji na tržištu faktora proizvodnje, uvođenje dodatnih poreza) moguće je da se proizvodnja stranih afilijacija i trgovina nađu u komplementarnom odnosu.

Na kraju svega možemo zaključiti da je u dinamičkom odnosu trgovine i stranih direktnih investicija moguće identifikovati četiri elementa (Vidas-Bujanja, 1999, str.86):

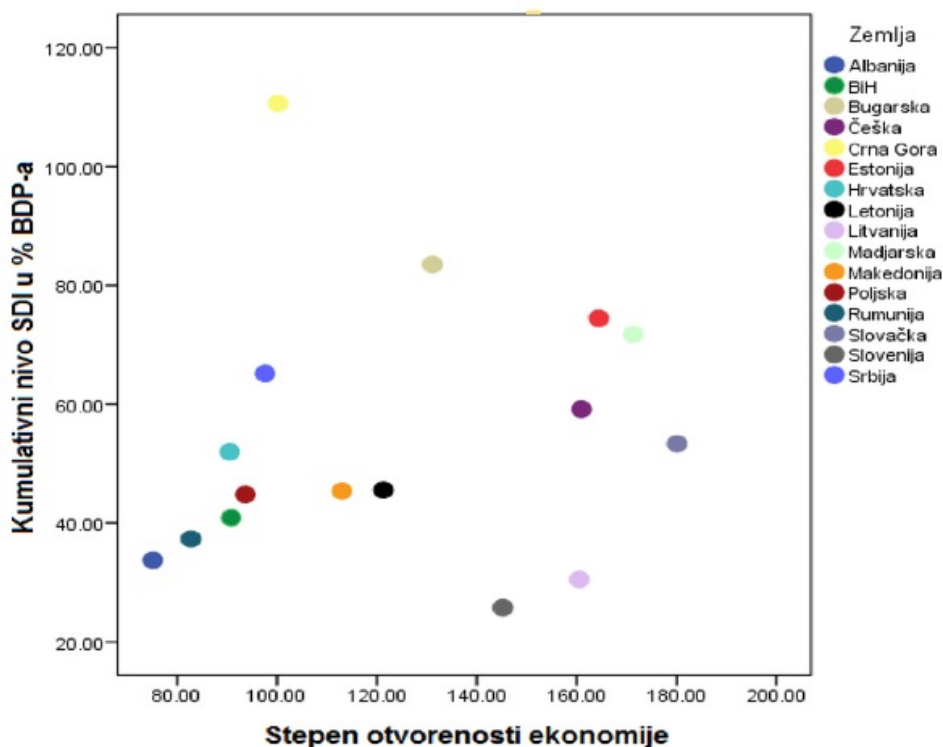
1.Supstituciju – roba do određenog tržišta može doći putem trgovine ili SDI, tako da se one mogu naći u odnosu međusobne supstitucije;

2. Komplementarnost – SDI mogu dopunjavati trgovinu tako što će povećati atraktivnost izvoza iz zemlje investitora (na primer, izvoz opreme za nove pogone afilijacije u inostranstvu i slično);

3. Tržišnu ekspanziju – putem SDI mogu se opsluživati i treća tržišta koja zemlja investitor nije do tada opsluživala regularnim izvozom. U ovom slučaju SDI kreiraju dodatne trgovinske tokove i obezbeđuju ekspanziju na nova tržišta;

4. Generisanje trgovine – SDI obično generišu uvozne trgovinske tokove na relaciji zemlja – investitor – zemlja domaćin investicija. U zemlju domaćina prvo dolazi uvoz u vidu opreme, tehničkih i inženjering usluga i drugih roba i usluga potrebnih za novu afilijaciju, da bi kasnije, usledio uvoz inputa potrebnih za sam proces proizvodnje. Ako SDI doprinese ekonomskom rastu zemlje domaćina može doći do kreiranja dodatne uvozne tražnje, koju takođe mogu podmirivati kompanije iz zemlje investitora.

Grafikon 20: Odnos između stepena otvorenosti ekonomije i kumulativnog nivoa stranih direktnih investicija, za zemlje centralne i istočne Evrope, u 2014. godini



Izvor: Kalkulacija autora

Odnos između trgovinskih i investicionih tokova proveren je na uzorku zemalja centralne i istočne Evrope posmatranjem korelacije između stepena otvorenosti ekonomije (koji se dobija tako što se zbir uvoza i izvoza određene zemlje podeli sa bruto domaćim proizvodom) i kumulativnog nivoa stranih direktnih investicija. Rezultati su prikazani na grafikonu 20 i odnose se na podatke iz 2014.godine. ¹ Pearsonov koeficijent korelacije iznosi $r = .128$ ($n=16$, $p = .637$) što sugerise da postoji slaba pozitivna korelacija između varijabli koja nije statistički značajna, na osnovu čega ne možemo potvrditi tezu o povezanosti i uslovljenosti trgovinskih i investicionih tokova.

U ekonomskoj literaturi nije precizno klasifikovano na koje sve načine strane direktne investicije deluju na spoljnotrgovinski bilans. Možemo reći da je uticaj stranih direktnih investicija na spoljnotrgovinski bilans veoma kompleksan i da se sastoji iz direktnog uticaja i uticaja na konkurentnost privrede zemlje domaćina što ima veoma važne implikacije na spoljnotrgovinski bilans. Direktan ⁹⁴ uticaj stranih direktnih investicija na spoljnotrgovinski bilans se ogleda u:

- Povećanju izvoza - strane afilijacije proizvode robu namenjenu izvozu;
- Supstituciji uvoza - strane afilijacije proizvode one proizvode koje je zemlja prethodno uvozila;
- Povećanju uvoza – stranim afilijacijama su neophodne sirovine, repromaterijal i oprema za uspostavljanje proizvodnje ili vršenje usluga koje nabavljaju putem uvoza.

Uticaj na konkurentnost privrede zemlje domaćina ogleda se u:

- Transferu savremene tehnologije i znanja;
- Povećanju nivoa konkurencije;
- Razvoju privatizovanih preduzeća i njihovom restrukturiranju;
- Kreaciji humanog kapitala;
- Obezbeđenju pristupa međunarodnim tržištima;
- Promeni strukture i specijalizacije uvoza i izvoza;
- Uticaju na apresijaciju deviznog kursa.

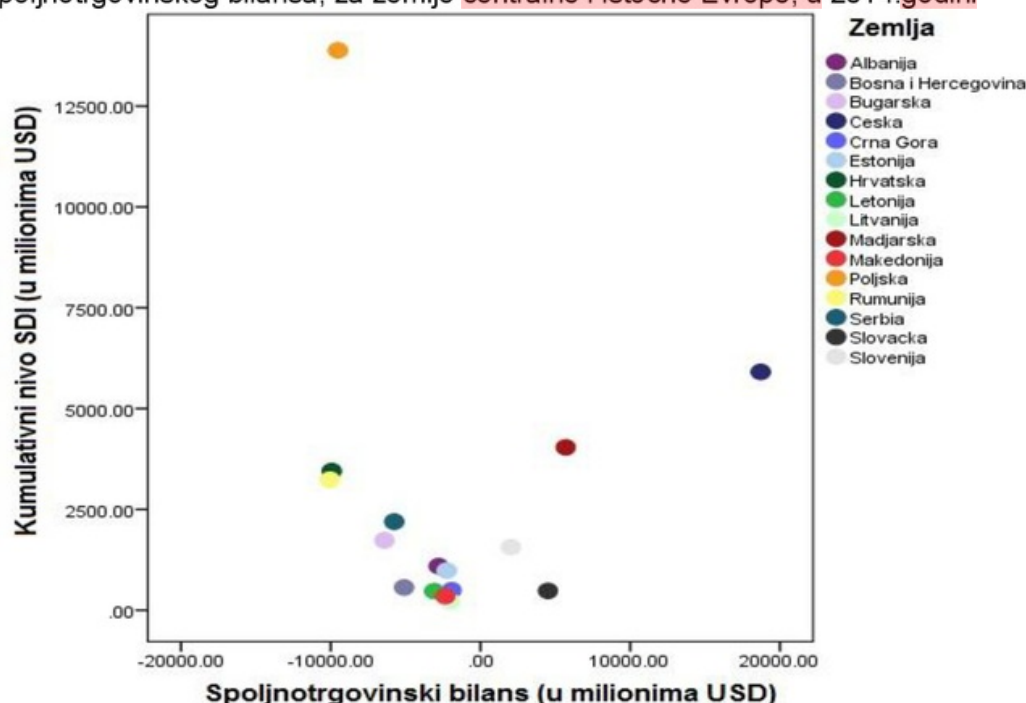
Uticaj stranih direktnih investicija na tekući račun zemlje je još širi i ogleda se u:

- Direktnom uticaju stranih direktnih investicija na spoljnotrgovinski bilans;

- Uticaju na konkurentnost privrede zemlje domaćina;
- Direktnom uticaju stranih direktnih investicija na račun dohotka;
- Indirektnom uticaju na održivost tekućeg računa i makroekonomsku stabilnost.

Direktan uticaj na spoljnotrgovinski bilans i uticaj na konkurentnost privrede zemlje domaćina mogu da budu pozitivni i negativni. Pozitivan direktan uticaj postoji ako strane afilijacije povećavaju izvoz ili vrše supstituciju uvoza, a negativan direktan uticaj postoji u slučaju povećanja uvoza. Kada je reč o konkurentnosti privrede zemlje domaćina, pozitivan uticaj postoji u slučaju transfera moderne tehnologije i pozitivnih efekata preliivanja tehnologije, kreacije humanog kapitala, izgradnje lokalnih veza sa dobavljačima inputa, uključivanja domaćih preduzeća u tokove međunarodne trgovine, itd. Negativan uticaj na konkurentnost privrede postoji u slučaju negativnih horizontalnih i vertikalnih efekata preliivanja, u smislu negativnog efekta konkurencije i izbacivanja domaćih preduzeća sa tržišta i prekidanja postojećih veza sa lokalnim dobavljačima, kao i uticaja na apresijaciju deviznog kursa

Grafikon 21: Odnos između kumulativnog nivoa stranih direktnih investicija i spoljnotrgovinskog bilansa, za zemlje centralne i istočne Evrope, u 2014. godini



Izvor: Kalkulacija autora

Da bismo utvrdili da li obim stranih direktnih investicija ima uticaja na spoljnotrgovinski bilans posmatrali smo odnos između kumulativnog nivoa stranih direktnih investicija i spoljnotrgovinskog bilansa na uzorku zemalja centralne i istočne Evrope. Rezultati su prikazani na grafikonu 21 i odnose se na podatke iz 2014. godine. Pearsonov koeficijent korelacije iznosi $r = -.050$ ($n=16$, $p=.853$) što pokazuje da je reč o zanemarljivoj negativnoj korelaciji (koja nije statistički značajna s obzirom da je $p>0.05$). Poljska koja ima najveći kumulativni nivo SDI imala je uz Rumuniju i Hrvatsku najveći spoljnotrgovinski deficit u 2014.godini, sa druge strane Češka i Mađarska koje su druge i treće po kumulativnom nivou SDI imale su pozitivan spoljnotrgovinski bilans. Rezultati nam sugerišu dve stvari: spoljnotrgovinski bilans manje zavisi od kumulativnog nivoa SDI, a više od sektorske distribucije stranih direktnih investicija i sektorska distribucija stranih direktnih investicija u većini zemalja centralne i istočne Evrope je takva da vrši negativan uticaj na spoljnotrgovinski bilans.

Na koji način sektorska distribucija stranih direktnih investicija utiče na spoljnotrgovinski bilans? Da bi se dobio odgovor na ovo pitanje neophodno je najpre razmotriti koje vrste stranih direktnih investicija postoje. Teorija o multinacionalnim kompanijama daje odgovore na pitanje pod kojim uslovima kompanija može da vrši strana direktna ulaganja i postane multinacionalna kompanija. U zavisnosti od motiva za investiranje, kao i vrste strane direktne investicije zavisice i uticaj na ekonomiju zemlje domaćina i njenu spoljnu trgovinu. Glavna ideja teorije o multinacionalnim kompanija je da kompanije moraju da poseduju određene prednosti kako bi postale multinacionalne kompanije i kako bi mogle da neutrališu dodatne operativne troškove koje postoje prilikom ulaska na strano tržište. Korišćenje tih prednosti vodi do veće marginalne profitabilnosti ili nižih marginalnih troškova u odnosu na konkurenciju.

Eklektička teorija koju je razvio Dunning (2001) i njegov OLI model sugerišu da je te prednosti moguće svrstati u tri grupe i da one predstavljaju neophodan i dovoljan uslov da bi kompanija preduzela strano direktno ulaganje: vlasničke prednosti, prednosti lokacije, prednosti internacionalizacije. Vlasničke prednosti se odnose na vlasništvo nad određenom imovinom, neopipljivom (nematerijalnom) aktivom, koja predstavlja glavni izvor konkurentske prednosti i koja se po niskim troškovima može

transferisati unutar multinacionalne kompanije. Multinacionalne kompanije koriste monopolske prednosti u formi privilegovanog pristupa tržištu na osnovu vlasništva nad limitiranim prirodnim resursima, patentima, pravima, brendovima, savremenom tehnologijom, znanjem, inovacijama, kao i zahvaljujući boljem pristupu finansijskim tržištima i ekonomiji obima. U isto vreme zemlja domaćin treba da poseduje "prednosti lokacije" na osnovu kojih se strana kompanija odlučuje da realizuje proizvodnju baš na njenoj teritoriji. Lokacijske prednosti je moguće podeliti u tri kategorije: ekonomske prednosti koje se sastoje od kvantitativnih i kvalitativnih faktora proizvodnje, troškova transporta, veličine tržišta; političke prednosti u vidu opštih ili konkretnih vladinih mera koje utiču na tokove stranih direktnih investicija i socijalne prednosti koje obuhvataju udaljenost zemlje domaćina od zemlje porekla investitora, kulturnu raznolikost i stavove prema strancima. Prednosti internacionalizacije sugerišu da svaka kompanija želi da iskoristi vlasničke prednosti putem svojih afilijacija u inostranstvu, a ne putem licenciranja i franšizinga domaćim preduzećima. Multinacionalna kompanija mora da bude sposobna da internacionalizuje transakcione troškove bez obzira na vrstu strane direktne investicije koju preduzima.

Kao rezultat OLI modela, u zavisnosti od motiva za investiranje, u teoriji se razlikuju četiri vrste stranih direktnih investicija:

- investicije radi obezbeđenja resursa;
- investicije radi obezbeđenja tržišta;
- investicije radi ostvarenja efikasnosti;
- investicije radi sticanja strateških prednosti.

Investicije radi obezbeđenja resursa su rezultat motivacije multinacionalnih kompanija da obezbede resurse po nižoj ceni nego što je to moguće u matičnoj zemlji i na taj način steknu konkurentsku prednost na osnovu nižih troškova proizvodnje i jeftinijih inputa. Najčešći motiv investiranja je obezbeđenje prirodnih resursa – sirovina, minerala i poljoprivredni proizvoda koji se najčešće izvoze u matičnu zemlju investitora ili u neku od drugih zemalja. Ovakve vrste investicija obično nemaju znatan uticaj na uvoz zemlje domaćina (može se reći da imaju negativan uticaj samo u početnom periodu kada dolazi do uvoza tehnologije koja je

neophodna za proizvodnju), ali imaju pozitivan uticaj na izvoz. Takođe, multinacionalne kompanije iz razvijenih zemalja u kojima je cena radne snage veća nego u nerazvijenim zemljama vrlo često su motivisane da investiraju u zemlje koje imaju jeftinu nekvalifikovanu ili polu kvalifikovanu radnu snagu. Jeftina radna snaga im omogućuje da ostvare profite po osnovu radno intenzivne proizvodnje poluproizvoda i finalnih proizvoda koji se najčešće koriste za izvoz.

Investicije radi obezbeđenja tržišta su posledica faktora kao što su veličina tržišta zemlje domaćina, dohotka po glavi stanovnika, perspektive za budući ekonomski i tržišni rast. Za multinacionalne kompanije, ulazak na novo tržište je mogućnost da ostanu konkurentne i da jačaju svoju tržišnu poziciju kao i da profitiraju na osnovu ekonomije obima i raznovrsnosti. Blizak kontakt sa tržištem zemlje domaćina pruža mogućnost boljeg upoznavanja želja, zahteva i navika domaćih kupaca što kompanijama omogućuje bolju povezanost sa kupcima. U isto vreme prisustvo na tržištu zemlje domaćina im omogućuje da smanje transportne troškove koje bi imali u slučaju izvoza, posebno ako se radi o proizvodima koji se proizvode u malim serijama i čiji su transportni troškovi visoki. Veoma često investicije na nekom tržištu su posledica želje kompanije da izbegne trgovinska ograničenja, najčešće u vidu određenih carinskih barijera. Takođe, u slučaju da glavni snabdevači i kupci osnuju stranu afilijaciju u određenoj zemlji, kompanije su spremne da ih prate u tom poduhvatu radi očuvanja posla.

U slučaju ovakvih vrsta investicija reč je najčešće o tzv. horizontalnim stranim direktnim investicijama gde multinacionalna kompanija locira proizvodnju istog proizvoda ili grupe povezanih proizvoda u više pogona u različitim zemljama. Sa stanovišta multinacionalne kompanije dilema je da li da proizvodi u inostranstvu ili da izvozi pa možemo reći da se u ovom slučaju proizvodnja strane afilijacije i trgovina nalaze u odnosu supstitucije. Ovakve vrste investicija imaju uglavnom uticaj na povećanje uvoza, a nemaju uticaja na izvoz (jer je proizvodnja u najvećoj meri namenjena domaćem tržištu) pa možemo reći da je njihov uticaj na spoljnotrgovinski bilans negativan.

Posmatrano sa šireg aspekta, ako strane afilijacija locira proizvodnju razmenljivih dobara koje je zemlja prethodno uvozila onda neće biti potrebe za uvozom tih dobara pa je ukupan uticaj na uvoz zemlje domaćina pozitivan (bez obzira na uvoz

inputa i tehnologije), a ako se radi o ne razmenljivim dobrima, proizvodima i uslugama koji su novi na tržištu ili koje su prethodno obezbeđivala domaća preduzeća onda će uticaj na spoljnotrgovinski bilans biti negativan. Značaj ove vrste investicija ogleda se u tome što vrše pozitivan uticaj na unapređenje poslovnog ambijenta, stvaraju okruženje koje može da bude privlačno za ostale vrste investicija, kao što su investicije radi ostvarenja efikasnosti.

Investicije radi ostvarenja efikasnosti rezultat su težnje multinacionalnih kompanija da racionalizuju već postojeće afilijacije na takav način da mogu ostvariti prednost na osnovu zajedničkog upravljanja geografski dislociranih aktivnosti. Namera multinacionalnih kompanija je da iskoriste razliku u raspoloživosti faktora proizvodnje, institucionalnim aranžmanima, razvijenosti ekonomije i propisa i strukturi tržišta tako što će koncentrisati proizvodnju na određeni broj lokacija sa ciljem da opslužuju više tržišta. U slučaju ovakve vrste investicija najčešće se radi o vertikalnim stranim direktnim investicijama kod kojih je proces proizvodnje geografski fragmentiran po fazama. Različite faze procesa proizvodnje zahtevaju različite faktore proizvodnje i inpute, pa je s obzirom na variranje njihove cene u različitim zemljama ekonomski isplativo razdvojiti proces proizvodnje.

Multinacionalne kompanije u cilju profitiranja na osnovu razlike u raspoloživosti faktora proizvodnje lociraju radno intenzivnu proizvodnju u zemlje sa jeftinijom radnom snagom, a tehnološki intenzivnu proizvodnju u razvijene zemlje gde postoji visoko kvalifikovana radna snaga. Pošto se različite faze proizvodnje obavljaju u različitim zemljama, poluproizvodi prelaze nacionalne granice, pa ovakva vrsta investicija ima uticaj i na uvoz i na izvoz zemlje u kojoj je locirana strana afilijacija. S obzirom da je izvozni proizvod više faze obrade u odnosu na uvozni, njegova cena bi trebalo da bude veća pa bi ukupan uticaj na spoljnotrgovinski bilans trebalo da bude pozitivan. Treba međutim imati u vidu da će u zavisnosti da li se radi o vertikalnoj investiciji unapred ili unazad zavisiti i uticaj na spoljnotrgovinski bilans. Vertikalne investicije unazad odnosno investicije ka ranijoj fazi proizvodnje odnosno prerade će verovatno imati pozitivan efekat na spoljnotrgovinski bilans dok vertikalne investicije unapred, pogotovo ako se radi o završnim fazama proizvodnje ili distribuciji, mogu da imaju i negativan uticaj na spoljnotrgovinski bilans.

Investicije radi sticanja strateških prednosti su motivisane željom multinacionalnih kompanija da zaštite ili povećaju postojeće specifične vlasničke prednosti ili da smanje postojeće prednosti direktnih konkurenata. Putem stranih direktnih investicija kompanije dolaze do strateških resursa (opipljivih i neopipljivih) koje su ključne za njihovu dugoročnu strategiju, a koje nisu dostupne u matičnoj zemlji. Vrlo često glavni motiv ovakvih investicija nije direktno jačanje pozicije kompanije nego slabljenje pozicije glavnih konkurenata, a ovakve investicije se obično realizuju kroz mehanizme kupovine aktive postojećeg preduzeća, vrlo često konkurenta. U zavisnosti od strateških ciljeva kompanije zavisice i uticaj na izvoz i uvoz zemlje domaćina, koji u oba slučaja može da bude dvosmeran, pa možemo reći da je teško doneti jasan zaključak o delovanju ovakve vrste stranih direktnih investicija na spoljnotrgovinski bilans. Iz svega dosad navedenog jasno je da uticaj stranih direktnih investicija na spoljnotrgovinski bilans zavisi od kvantiteta SDI, a još više od kvaliteta odnosno vrste SDI. Uticaj različitih vrsta stranih direktnih investicija na spoljnotrgovinski bilans prikazan je u tabeli 17.

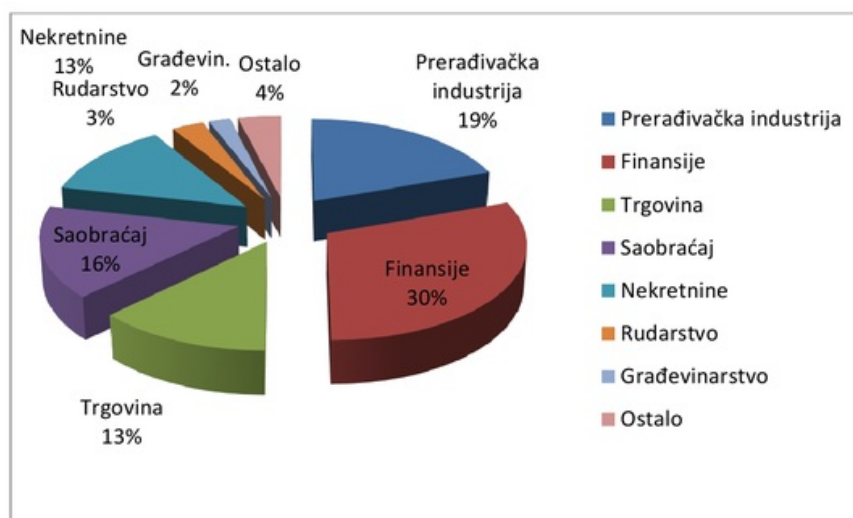
Tabela 17: Uticaj različitih vrsta stranih direktnih investicija na spoljnotrgovinski bilans

Motiv	Uticaj na spoljnotrgovinski bilans		
	Uvoz	Izvoz	Spoljnotrgovinski bilans
Obezbeđenje resursa	bez uticaja	povećava	pozitivan
Obezbeđenje tržišta	povećava	bez uticaja	negativan
Ostvarenje efikasnosti	povećava	povećava	pozitivan
Sticanje strateških prednosti	dvosmeran	dvosmeran	dvosmeran

Izvor: Autor

S obzirom da je prezentovana teorijska osnova za procenu uticaja stranih direktnih investicija na spoljnotrgovinski bilans, možemo se okrenuti analizi konkretnog primera Republike Srbije. Pre nego što se započne analiza neophodno je da se grafički prikaže struktura kumulativnog nivoa stranih direktnih investicija u Srbiji.

Grafikon 22: Struktura kumulativnog nivoa stranih direktnih investicija u Srbiji, na dan 31.12.2014.



Izvor: Narodna banka Srbije

Investicije radi obezbeđenja resursa koje obuhvataju investicije u primarni sektor i koje pozitivno utiču na spoljnotrgovinski bilans su u Srbiji na veoma niskom nivou. Investicije u rudarstvo predstavljaju 3% kumulativnog nivoa SDI u Srbiji dok su investicije u poljoprivredu, ribarstvo i šumarstvo na nivou od 0,7% kumulativnog nivoa. Razlozi ovako niskog učešća poljoprivrede u kumulativnom nivou SDI možemo tražiti u niskoj profitabilnosti sektora, slaboj poljoprivrednoj infrastrukturi i nestabilnim klimatskim uslovima za proizvodnju, nepovoljnoj agrarnoj strukturi, odsustvu standarda kvaliteta i državnih subvencija neophodnih za plasman poljoprivredno-prehrambenih proizvoda na strana tržišta. S obzirom da poljoprivredni proizvodi čine oko 20 % ukupnog srpskog izvoza i da postoji pozitivan trend rasta izvoza jasno je da niske strane direktne investicije ne promovišu u potpunosti potencijale zemlje u ovoj delatnosti. Iz tabele 18 možemo uočiti da među najvećim stranim direktnim investicijama u Srbiji ne postoji ni jedna kojoj je motiv obezbeđenje resursa.

Investicije radi obezbeđenja tržišta su najčešća vrsta stranih direktnih investicija u Srbiji, ali i u drugim tranzicionim zemljama. Jedan od glavnih motiva ovakvih vrsta investicija u tranzicionim zemljama predstavlja percepcija o budućem ekonomskom i tržišnom rastu. Sa grafičkog prikaza strukture kumulativnog nivoa SDI u Srbiji uočavamo da investicije u finansije, trgovinu, poslove sa nekretninama, saobraćaj,

građevinarstvo čine ogroman deo ukupnog priliva, a upravo te investicije su isključivo tržišno orijentisane i spadaju u sektor nerazmenljivih dobara.

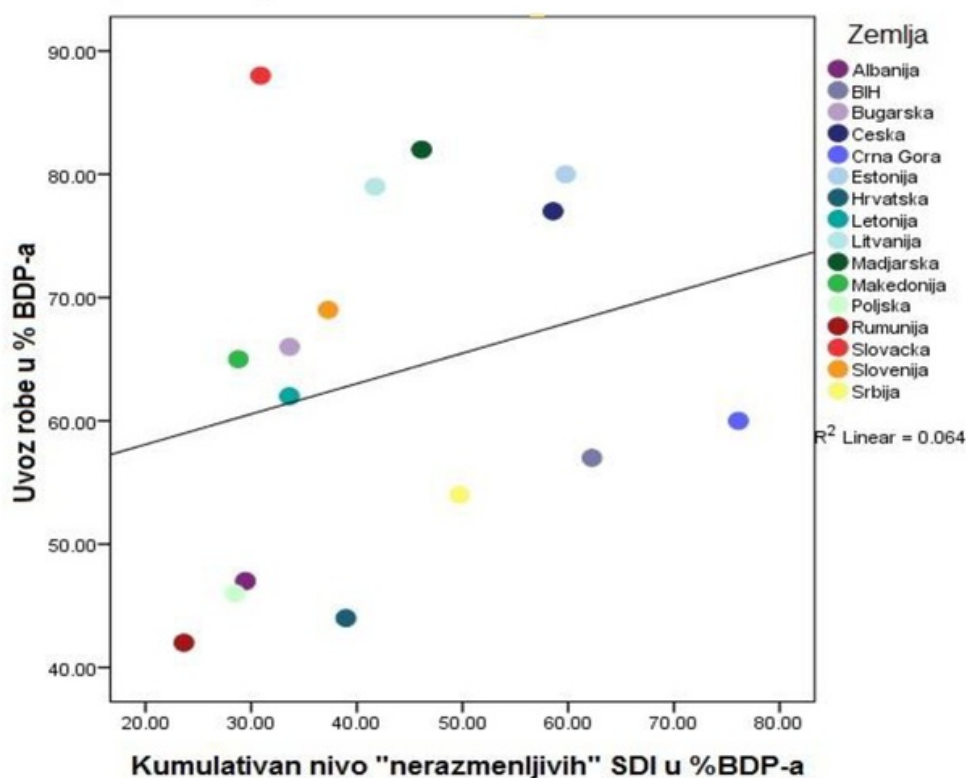
Sachs i Larrain (1993, str.660) pod razmenljivim dobrima podrazumevaju dobra vezana za poljoprivredu, rudarstvo i prerađivačku industriju, dok sva dobra u ostalim granama delatnosti smatra ne razmenljivim. Ako posmatramo kumulativan nivo SDI u Srbiji, samo 23.7% ukupnog priliva predstavljaju investicije u razmenljiva dobra (prerađivačka industrija 20%, rudarstvo 3% i poljoprivreda 0.7%), dok ostatak kumulativnog priliva (76.3%) spada u ne razmenljiva dobra što je daleko iznad proseka zemalja centralne i istočne Evrope gde oko 66% ukupnog kumulativnog nivoa SDI čine investicije u ne razmenljiva dobra (tzv. "nerazmenljive" SDI). Samo Albanija, Bugarska i Crna Gora imaju veće učešće "nerazmenljivih" SDI u ukupnom stoku (Albanija 87.4 %, Bugarska 82.3%, Crna Gora 86.9%). Uticaj ovakvih tržišno orijentisanih SDI u ne razmenljiva dobra na spoljnotrgovinski bilans je isključivo negativan.

U cilju verifikacije ove teze, neophodno je analizirati odnos između "nerazmenljivih" SDI i uvoza ¹ robe i usluga na uzorku zemalja centralne i istočne Evrope. Rezultati su prikazani na grafikonu 23 i zasnivaju se na podacima o kumulativnom nivou SDI na kraju 2014. godine i uvozu ² robe u toj godini. Pearsonov koeficijent korelacije iznosi $r = .252$ ($n = 16$, $p = .346$) što znači da se radi o srednje jakoj vezi među varijablama, a koeficijent determinacije iznosi $r^2 = .064$ što znači da se 6.4% varijacije uvoza može objasniti promenama u kumulativnom nivou "nerazmenljivih" SDI (veoma sličan rezultat se dobija sa podacima koji se odnose na 2013. godinu). Pozitivna korelacija između "nerazmenljivih" SDI i uvoza se objašnjava time što "nerazmenljive" SDI dovode do ekspanzije domaće tražnje što utiče na nagli porast uvoza, a to sugerise da će zemlje sa većim udelom "nerazmenljivih" SDI u ukupnom prilivu kao što je Srbija imati veće probleme sa održivošću deficita tekućeg računa.

To znači da je za Srbiju u narednom periodu od ključnog značaja da privuče «razmenljive» SDI bez obzira na njihovu tržišnu orijentaciju. Tržišno orijentisane SDI u razmenljiva dobra mogu imati pozitivan uticaj na spoljnotrgovinski bilans ako predstavljaju supstituciju za uvoz, pogotovo ako je reč o greenfield investicijama. S obzirom da je broj greenfield projekata u Srbiji veoma mali i da značajan deo kumulativnog nivoa SDI u Srbiji predstavljaju privatizovana domaća preduzeća koja

već dugo vremena snabdevaju domaće tržište i imaju sužene mogućnosti za značajnu proizvodnu diversifikaciju nije realno očekivati da proizvodnja stranih preduzeća u Srbiji predstavlja u velikoj meri supstituciju za uvoz.

Grafikon 23: Odnos između “nerazmenljivih” SDI i uvoza, za zemlje ¹ centralne i istočne Evrope, u 2014.godini



Izvor: Kalkulacija autora

Investicije radi ostvarenja efikasnosti koje imaju pozitivan uticaj na spoljnotrgovinski bilans su u Srbiji na nedovoljno visokom nivou. Ovakve vrste investicija pokušavaju da ostvare profit na osnovu različite raspoloživosti faktora proizvodnje. Kada je reč o Srbiji taj faktor proizvodnje predstavlja radna snaga, čija je cena u Srbiji daleko manja nego u većini susednih tranzicionih zemalja. Možemo reći da cena radne snage u tranzicionim zemljama nije niska kao u mnogim zemljama u razvoju, ali je niska u odnosu na razvijene zemlje zapadne Evrope. Prosečne mesečne bruto plate u 2014.godini za različite zemlje su prikazane su u tabeli 18.

Tabela 18: Prosečne mesečne bruto plate, za zemlje centralne i istočne Evrope, u 2014.godini

	Prosečne mesečne bruto plate (USD)
Razvijene zemlje Evrope	3,500-6,000
Srbija	610.5
Bugarska	532.7
Rumunija	708.9
Hrvatska	1,225
Makedonija	583.2
Mađarska	982.7
BiH	721.1
Crna Gora	810.9

Izvor podataka: UN

Iz tabele možemo videti da su troškovi radne snage u svim tranzicionim zemljama daleko ispod proseka razvijenih evropskih zemalja, pa ipak zemlje kao što su Srbija, Bugarska (koja ima najniže troškove radne snage po radnom času) i Rumunija nisu privukle značajan nivo investicija radi ostvarenja efikasnosti. Troškovi poslovanja u Srbiji su veoma niski s obzirom da pored niske cene radne snage postoji i nizak porez na dobit preduzeća (10%) kao i porez na dodatu vrednost koji je niži nego u ostalim zemljama regiona, ali slabo razvijena infrastruktura, visoki troškovi finansiranja, teško dobijanje dozvola i visok nivo korupcije, nedovoljna zaštita intelektualne svojine i nedostatak transparentnosti predstavljaju glavne prepreke za ovakvu vrstu investicija.

Kao jedan od primera investicija radi ostvarenja efikasnosti u Srbiji možemo navesti Hebei Iron and Steel koji je otkupio smederevsku železaru Sartid 2016.godine. S obzirom da Srbija ne poseduje osnovne sirovine za proizvodnju čelika (gvozdena ruda i kameni ugalj) koje čine skoro 70% vrednosti finalnog proizvoda HBIS pored toga što je najveći izvoznik u Srbiji predstavlja i jednog od najvećeg uvoznika, ali i pored toga ukupan uticaj na spoljnotrgovinski bilans je pozitivan. Ako se posmatra tabela 19 gde su prikazane 20 najvećih SDI u Srbiji, u periodu od 2000-2011.godine, možemo primetiti da čak 17 investicija ima glavni motiv obezbeđenja tržišta, a samo 2 investicije imaju motiv ostvarenje efikasnosti (Fiat Automobili Serbia i Stada – Hemofarm).

Tabela 19: Najveće strane direktne investicije u Srbiji, 2000-2011

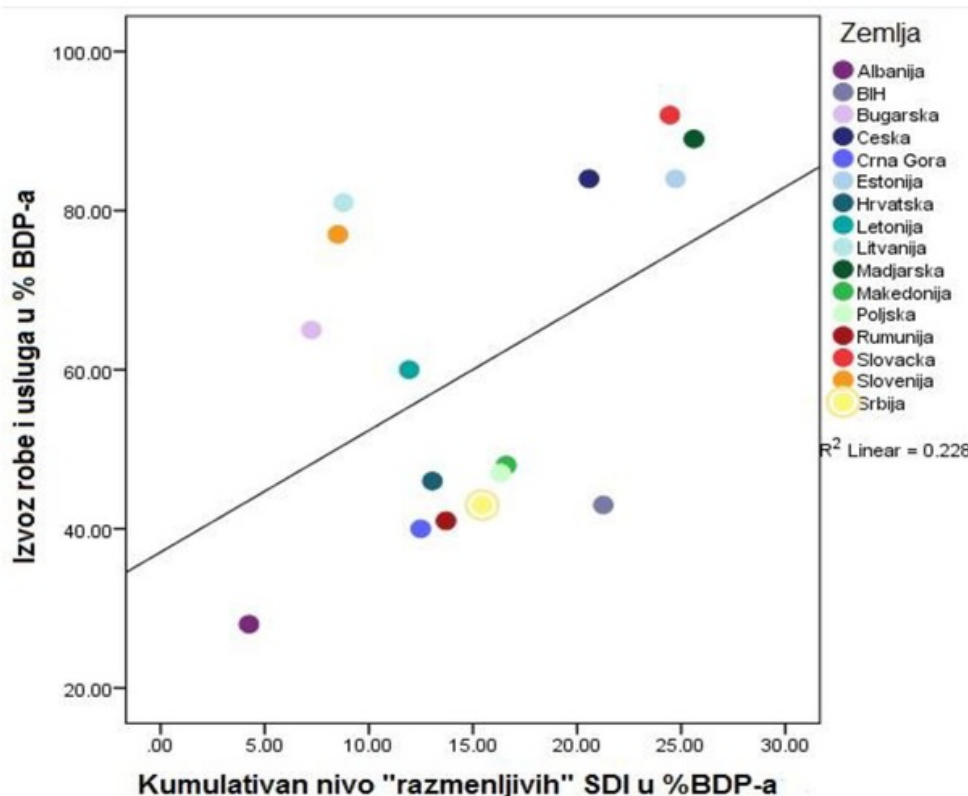
Kompanija	Delatnost	Motiv	Vrednost investicije
Telenor	Telekomunikacije	Tržište	1,602
Gazprom Neft - NIS	Energetika	Tržište	947
Fiat Automobili Serbia	Auto industrija	Efikasnost	940
Delhaize	Maloprodaja	Tržište	933
Philip Morris DIN	Duvanska industrija	Tržište	733
Stada - Hemofarm	Farmaceutska ind.	Efikasnost	650
Mobilkom - Vip Mobile	Telekomunikacije	Tržište	633
Agrokor	Prehrambena ind.	Tržište	614
Banca Intesa	Bankarstvo	Tržište	508
Salford Inv. Fund	Prehrambena ind.	Tržište	500
Eurobank EFG	Bankarstvo	Tržište	500
Raiffeisen banka	Bankarstvo	Tržište	500
Merkator	Maloprodaja	Tržište	500
StarBev - Apatinska	Prehrambena ind.	Tržište	487
CEE / BIG shopping centers	Nekretnine	Strateški	470
National Bank of Greece	Bankarstvo	Tržište	425
Crédit Agricole Srbija	Bankarstvo	Tržište	264
Fondiaria SAI	Osiguranje	Tržište	220
Lukoil - Beopetrol	Energetika	Tržište	210
British American Tobacco	Duvanska industrija	Tržište	200

Izvor: Business Info Group, 2012, str.13, preradio autor

Srbiji nedostaje mnogo više investicija čiji je motiv ostvarenje efikasnosti jer su takve investicije izvozno orijentisane i spadaju u sektor razmenljivih dobara. Odnos između stranih direktnih investicija u proizvodnju razmenljivih dobara ("razmenljivih" SDI) i izvoza robe i usluga u slučaju zemalja centralne i istočne Evrope prezentovan

je na grafikonu 24, koji je sačinjen na osnovu podataka o kumulativnom nivou SDI na kraju 2014.godine i nivoa izvoza robe u toku te godine.

Grafikon 24: Odnos između "razmenljivih" SDI i izvoza robe i usluga, za zemlje centralne i istočne Evrope, u 2014.godini



Izvor: Kalkulacija autora

Pearson-ov koeficijent korelacije iznosi $r = .478$ ($n = 16$, $p = .061$) što sugerše da postoji jaka pozitivna korelacija između varijabli. Grafikon pokazuje da Srbija pripada grupi zemalja sa niskim kumulativnim nivoom "razmenljivih" SDI u odnosu na bruto domaći proizvod i niskim izvozom u odnosu na bruto domaći proizvod. Mađarska, Slovačka, Češka i Estonija koje imaju najveći kumulativni nivo "razmenljivih" SDI u odnosu na bruto domaći proizvod imaju i najveći izvoz u odnosu na bruto domaći proizvod. "Razmenljive" SDI imaju pozitivan uticaj ne samo na spoljnotrgovinski bilans već i na ekonomski rast posebno ako se radi o stranim investicijama u one industrijske grane koje značajno doprinose rastu opšte ekonomske i privredne aktivnosti (npr. investicije u elektroindustriju, proizvodnju automobila, proizvodnju mašina, itd.) Upravo takve investicije su u Srbiji na zanemarljivom nivou.

Tržište tranzicionih zemalja je imperfektno usled neadekvatnih antimonopolskih zakona i njihove slabe primene, pa je pojava monopola odnosno oligopola veoma česta. **Investicije radi sticanja strateških prednosti** u slučaju tranzicionih zemalja se veoma često sprovode radi sticanja odnosno očuvanja monopolskog položaja bilo da se radi o kupovinama domaćih preduzeća koje su imale monopolski položaj na tržištu, prirodnim monopolima ili novim investicijama sa ciljem da se ostvari monopolski položaj. Takođe, kompanije se odlučuju u ulaganje u određene zemlje i regione kao deo šireg strateškog plana u kome investicija predstavlja određenu vrstu privrženosti, šanse za izgradnjom brenda i lojalnosti kupaca zato što su odnosi između preduzeća i potrošača bili veoma nerazvijeni tokom centralno-planskog perioda. Kada govorimo o Srbiji broj ovakvih investicija nije veliki i teško je na adekvatan način analizirati uticaj ovakvih investicija na spoljnotrgovinski bilans.

S obzirom da je nivo investicija radi obezbeđenja resursa (koje imaju pozitivan uticaj na spoljnotrgovinski bilans) veoma nizak, nivo investicija radi ostvarenja efikasnosti nedovoljan (nizak udeo "razmenljivih" SDI u odnosu na BDP u poređenju sa vodećim zemljama regiona centralne i istočne Evrope) i da više od $\frac{3}{4}$ kumulativnog priliva čine tržišno orijentisane SDI u sektor nerazmenljivih dobara (koje imaju negativan uticaj na spoljnotrgovinski bilans) možemo doneti zaključak da strane direktne investicije negativno utiču na spoljnotrgovinski bilans.

Sa pozicije unapređenja spoljnotrgovinskog bilansa zemlje, priliv stranih direktnih investicija se ne može oslanjati samo na prodaju domaćih preduzeća koja su najprivlačnija za strane investitore i na investicije u sektoru usluga već prvenstveno na podsticanje stranih investicija koje bi doprinele istinskom restrukturiranju u pravcu proizvodnje razmenljivih dobara koja bi predstavljala reper na domaćem tržištu i bila ravnopravan učesnik na međunarodnom tržištu.

U nastavku rada, teorijski zaključci biće podržani empirijskim podacima. U tabeli 20 prikazani su podaci o uvozu i izvozu 35 najvećih uvoznika i izvoznika među preduzećima sa stranim vlasništvom u Srbiji u 2014. godini (kao kriterijum za stavljanje na listu najvećih uvoznika koristio se podatak o vrednosti uvoza, za izvoznike podatak o vrednosti izvoza, a pod preduzećima sa stranim vlasništvom smatraju se sva ona preduzeća kod kojih više od 10% ukupnog vlasništva pripada nerezidentima). Iz tabele možemo uočiti da su i najveći uvoznici i najveći izvoznici

imali negativan trgovinski bilans, odnosno veći uvoz nego izvoz. Čak 17 preduzeća se javlja na listi i najvećih uvoznika i najvećih izvoznika, a to su uglavnom preduzeća iz industrijskog sektora koja uvoze sirovine i repromaterijale za proizvodnju koje nisu dostupne u Srbiji, a svoje proizvode plasiraju u inostranstvu (zbog toga je ukupan broj preduzeća u uzorku 53). Iz tabele možemo uočiti da je udeo najvećih uvoznika u posmatranom uzorku u spoljnotrgovinskom deficitu Srbije čak 65.18% dok je udeo svih preduzeća u uzorku 46.41% što sugerise da ova preduzeća imaju značajan uticaj na nivo spoljnotrgovinskog deficita Srbije.

Tabela 20: Najveći uvoznici i izvoznici među preduzećima sa stranim vlasništvom u Srbiji, u 2014. godini

	Broj preduzeća u uzorku	Uvoz (u milionima EUR)	Izvoz (u milionima EUR)	Trgovinski bilans (u milionima EUR)	u % ukupnog uvoza	u % ukupnog izvoza	u % spoljno - trgovinskog deficita
Najveći uvoznici	35	6,075	3,699	-2,376	33.57%	25.59%	65.18%
Najveći izvoznici	35	4,777	4,651	- 126	26.39%	32.18%	3.45%
Sva preduzeća u uzorku	53	6,548	4,856	-1,692	36.18%	33.60%	46.41%

Izvor: Kalkulacija autora na osnovu podataka dobijenih od PKS-a

Sektorska distribucija najvećih izvoznika i uvoznika prikazana je na grafikonu 25. Među najvećim izvoznicima je očekivano najveći broj preduzeća iz sekundarnog sektora (čak 88%, 31 od 35 preduzeća u uzorku), među najvećim uvoznicima imamo više preduzeća iz sekundarnog nego iz tercijarnog sektora dok u ukupnom uzorku preovlađuju preduzeća iz sekundarnog sektora sa 66% učešća (35 od 53 preduzeća).

Grafikon 25: Sektorska distribucija najvećih uvoznika i izvoznika



Izvor: Kalkulacija autora

S obzirom da se određena preduzeća javljaju na listama i najvećih uvoznika i izvoznika, da bi izbegli dobijanje iskrivljenih rezultata, dalja analiza će se fokusirati na kompletan uzorak. Uvoz i izvoz po osnovu sektorske distribucije na nivou celog uzorka prikazani su u tabeli 21.

Tabela 21: Uvoz i izvoz po osnovu sektorske distribucije na nivou kompletnog uzorka

	Broj preduzeća u uzorku	Uvoz (u milionima EUR)	Izvoz (u milionima EUR)	Trgovinski bilans (u milionima EUR)	u % uvoza	u % izvoza	u % spoljno - trgovinskog deficita
Sekundarni sektor	35	4,696	4,561	-135	25.95%	31.56%	3.70%
Tercijarni sektor	18	1,852	295	-1,557	10.23%	2.04%	42.71%

Izvor: Kalkulacija autora

Dobijeni rezultati su u skladu sa prethodno iznetim teorijskim razmatranjima. Preduzeća koja pripadaju industrijskom sektoru ostvaruju daleko manji deficit trgovinskog bilansa u odnosu na preduzeća iz tercijarnog sektora (trgovinski bilans industrijskih preduzeća bi bio još povoljniji da neka preduzeća u uzorku nisu tržišno orijentisana). Tržišno orijentisane investicije koje pripadaju tercijarnom sektoru učestvuju u deficitu trgovinskog bilansa Srbije sa čak 42.71% i jasno je da vrše

snažan negativan uticaj na spoljnotrgovinski bilans. Iz tabele možemo videti da je vrednost uvoza preduzeća iz sekundarnog sektora takođe visoka, a to je zbog već pomenute činjenice o uvozu sirovina i repromaterijala za proizvodnju koje nisu dostupne u Srbiji. Ova činjenica nam sugeriše da je nivo saradnje ovih preduzeća sa domaćim dobavljačima inputa prilično skroman pa su i eventualni efekti preliivanja tehnologije i znanja takođe na niskom nivou.

S obzirom na činjenicu da samo 13 preduzeća od 35 u sekundarnom sektoru ostvaruje negativan trgovinski bilans, činjenica da ova preduzeća ukupno imaju negativan trgovinski bilans govori o niskoj dodatoj vrednosti u procesu proizvodnje, odnosno činjenici da se izvoz ovih preduzeća sastoji iz proizvoda niže faze obrade. U cilju potvrde ove teze izvršena je klasifikacija preduzeća koje pripadaju industrijskom sektoru u posmatranom uzorku u zavisnosti od vrste proizvoda (korišćena je SMTK na nivou sektora), što je prikazano u tabeli 22.

Tabela 22: Klasifikacija preduzeća u zavisnosti od vrste proizvoda

SMTK sektor	Broj preduzeća	Uvoz (u mil. EUR)	Izvoz (u mil.EUR)	Trgovinski bilans (u milionima EUR)
0	5	455	269	-186
1	2	1,343	456	- 887
2	0	-	-	-
3	1	21	148	127
4	0	-	-	-
5	2	189	216	27
6	21	1,702	1,887	185
7	2	1,030	1,500	470
8	2	318	109	-209
9	0	-	-	-

Izvor: Kalkulacija autora

Iz tabele možemo uočiti da najveći deo preduzeća proizvodi proizvode koje pripadaju 6. sektoru SMTK gde se nalaze proizvodi niže faze finalizacije i manje dodate vrednosti što utiče na ukupnu valorizaciju izvoza. Bez obzira što su preduzeća koja pripadaju tom sektoru najvećim delom izvozno orijentisana, razlika između uvoza i izvoza je svega 185 miliona evra (takođe možemo primetiti da taj sektor ima ubedljivo najveći uvoz). Po pravilu preduzeća koja proizvode proizvode koje pripadaju 7.sektoru SMTK (mašine i transportnu opremu) trebale bi da imaju najveću dodatu vrednost, upravo to je i slučaj u posmatranom uzorku s obzirom da ovaj sektor ima ubedljivo najpovoljniji trgovinski bilans. Problem privrede Srbije je što je broj ovih investicija mali, što se može videti i iz uzorka, s obzirom da samo 2 preduzeća pripadaju 7.sektoru.

Restrukturiranje kupljenih i privatizovanih preduzeća i modernizacija proizvodnih procesa, u slučaju preduzeća u posmatranom uzorku, imala je pozitivan uticaj na rast konkurentnosti i kvaliteta proizvodnje što se odrazilo na drastičan porast izvoza tih preduzeća. Na grafikonu 26 prikazano je kretanje uvoza i izvoza privatizovanih preduzeća gde je za bazni indeks uzet uvoz odnosno izvoz u godini akvizicije odnosno privatizacije (t).

Grafikon 26: Kretanje uvoza i izvoza robe i usluga kupljenih i privatizovanih preduzeća, $t = 100$

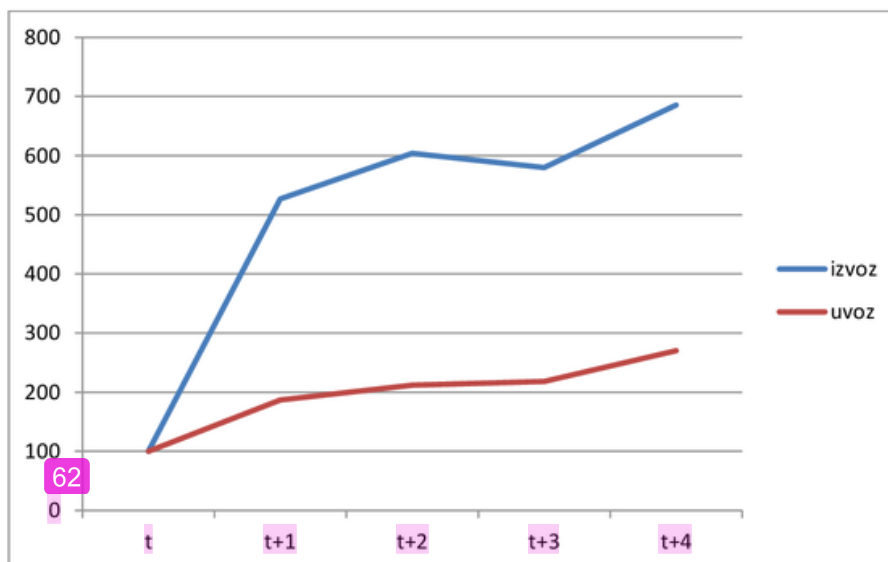


Izvor: Kalkulacija autora

Sa grafikona se može uočiti da su uvoz i izvoz pre akvizicije bili niži nego u godini akvizicije, a da nakon kupovine dolazi do naglog skoka uvoza i izvoza. Skok uvoza posebno je drastičan u prvoj godini nakon akvizicije što je razumljivo s obzirom na uvoz mašina i opreme neophodnih za modernizaciju proizvodnog procesa, a kasniji rast uvoza možemo obrazložiti potrebom za većom nabavkom sirovina i repromaterijala s obzirom na povećanu proizvodnju. Izvoz sa druge strane, raste bržim tempom u odnosu na uvoz i sa povećanjem vremenskog perioda razlika je sve veća.

Sličan metod analize primenjen je u slučaju greenfield investicija, a rezultati su prikazani na grafikonu 27. Za bazne indekse uzete su vrednosti uvoza i izvoza u godini u kojoj je strani investitor započeo sa proizvodnjom. U ovom slučaju uočavaju se nešto drugačije tendencije, rast uvoza i izvoza je drastičan u drugoj godini proizvodnje (što je i logično s obzirom na povećanje produktivnosti u odnosu na sam početak proizvodnje uviđanjem slabosti i grešaka u proizvodnom procesu i na bolju tržišnu poziciju s obzirom da su proizvodi i njihov kvalitet sada već poznati ciljanom delu tržišta), a u kasnijem periodu rast uvoza i izvoza je mnogo blaži nego u slučaju privatizovanih preduzeća. Potrebno je naglasiti da je i u slučaju grafikona 26 i 27 uzorak mali pa rezultate treba razmatrati sa određenom dozom rezerve.

Grafikon 27: Kretanje uvoza i izvoza robe i usluga greenfield investicija, $t = 100$



Izvor: Kalkulacija autora

S obzirom ¹ da je empirijska analiza potvrdila analizu zasnovanu na teorijskim osnovama, može se zaključiti da je uticaj stranih direktnih investicija na spoljnotrgovinski bilans Srbije negativan. Tržišno orijentisane strane direktne investicije u uslužnom sektoru u posmatranom uzorku učestvuju sa čak 42.71% u spoljnotrgovinskom deficitu Srbije, a s obzirom da je vrednost uvoza poslednjeg preduzeća na listi najvećih uvoznika (Centro Spice) iznosi 59 miliona evra, možemo pretpostavi da bi rezultat na nivo celokupnog uzorka svih preduzeća sa stranim vlasništvom u Srbiji bio još negativniji.

U razmatranju direktnog negativnog ²² uticaja na spoljnotrgovinski bilans verovatno bi trebalo uzeti u obzir i uticaj na formiranje modela potrošnje koji ne odgovara nivou razvijenosti Srbije, što je već analizirano u prethodnom delu rada. Investicije u industrijskom sektoru, u izvozno orijentisana preduzeća imaju pozitivan uticaj na spoljnotrgovinski bilans. Privatizovana preduzeća, u posmatranom uzorku su ostvarila značajno poboljšanje konkurentnosti i kvaliteta proizvoda što je uzrokovalo povećanje uvoza i posebno izvoza, ali na osnovu toga ne možemo zaključiti da bi se isti rezultati dobili posmatranjem uzorka na nivou cele privrede s obzirom da je oko 1/3 od ukupnog broja privatizacija u Srbiji bilo neuspešno. Izvozno orijentisane greenfield investicije su prema očekivanjima imale pozitivan uticaj na spoljnotrgovinski bilans. U nastavku rada neophodno je analizirati indirektne efekte stranih direktnih investicija na spoljnotrgovinski bilans.

² 3.1. Strane direktne investicije i transfer tehnologije

U periodu planske privrede tranzicione zemlje je karakterisala neefikasnost, neproduktivnost i korišćenje mašina i opreme koje su fizički i moralno zastareli. U tabeli 23 prezentovan je starosni profil industrijske opreme Sovjetskog Saveza (SSSR-a). Iz tabele se jasno uočava da je tokom vremena došlo do drastičnog pada učešća opreme koja je stara manje od 5 godina i do povećanja prosečne starosti opreme (udeo opreme starosti do 5 godina se u periodu od 1970 - 1990.godine smanjio sa 41.1% na 31.6% ukupnog broja mašina i opreme).

Tabela 23: Starosni profil industrijske opreme SSSR-a, 1970 - 1990

	1970	1980	1985	1990
% opreme po starosti:				
manje od 5 godina	41.1	36.0	33.7	31.6
6-10 godina	29.9	28.9	28.5	28.6
11-20 godina	20.9	24.8	25.5	26.2
preko 20 godina	7.8	10.3	12.3	13.7
prosečna starost opreme	8.3	9.3	9.9	10.3
prosečno vreme korišćenja	24.0	26.9	27.9	26.2

Izvor: Cornia i dr., 1996, str.3

Prelaskom na tržišni sistem privređivanja, jedan od prioriteta za tranzicione zemlje je bilo smanjenje tehnološke razlike u poređenju sa ekonomski razvijenim zemljama. Transfer tehnologije je imao veliki značaj u ostvarenju tog cilja. Transfer tehnologije se definiše kao sticanje, razvoj i primena tehnoloških proizvoda, procesa i znanja u korist ili u okvirima sredine koja se u većini slučajeva razlikuje od one u kojoj su te tehnologije stvarane (Grosse, 1986, str.782). Transfer tehnologije se ne odnosi samo na mašine, opremu i druge fizičke objekte već obuhvata i uputstva, ljude i organizaciju neophodne da se rukuje mašinama i opremom.

Mnoga istraživanja tokom poslednje dekade prošlog veka su bila usmerena ka identifikovanju metoda međunarodnog transfera tehnologije i značaja tehnologije za prosperitet ekonomije. U ovim istraživanjima su identifikovana tri glavna metoda transfera tehnologije. Prvi metod odnosi se na direktnu nabavku tehnologije na tržištu pomoću ugovora o licenciranju i franšizingu. Na efikasnost ovog metoda transfera tehnologije negativno utiče fragmentiranost i loša definisanost međunarodnog tržišta tehnologije što otežava i povećava troškove pronalaženja adekvatne tehnologije. Tehnologija se ne može poistovetiti sa proizvodom, specifičan problem predstavlja određivanje njene cene, naročito što postoji razlika u dostupnosti informacija– kupac zna znatno manje o određenoj tehnologiji od prodavca. Vlasnici najnovijih i najvrednijih tehnoloških rešenja žele sami da ih

eksploatišu (u cilju ubiranja profita) i ne žele da ih licenciraju, što predstavlja dodatni ograničavajući faktor vezan za ovaj metod transfera tehnologije.

Međunarodna trgovina predstavlja drugi metod transfera tehnologije. U ovom slučaju, transfer tehnologije se materijalizuje preko uvoza kapitalne opreme i poluproizvoda, kao i putem učenja vezanog za izvoz u razvijene zemlje. Transfer znanja putem ovog metoda daleko je manji nego u slučaju direktnog kontakta i demonstracije na licu mesta, što predstavlja značajan ograničavajući faktor ovog metoda.

Treći, možda i najefikasniji metod transfera tehnologije, predstavljaju strane direktne investicije. SDI su najznačajniji i najjeftiniji izvor direktnog i indirektnog transfera tehnologije iz razvijenih zemalja. Najznačajniju ulogu u procesu kreacije i širenja najnovijih naučnih i tehnoloških znanja i dostignuća putem ovog metoda imaju gigantske multinacionalne kompanije.

Preko 80% kumulativnog globalnog nivoa stranih ulaganja potiče iz svega nekoliko zemalja: SAD-a, Nemačke, Velike Britanije, Švajcarske, Japana, i Holandije. Ove zemlje su zaslužne za stvaranje najvećeg dela svetske napredne tehnologije. U proseku, trećina ukupne prodaje i zaposlenosti u trans nacionalnim kompanijama koje su bazirane u ovim zemljama odnosi se na njihove strane afilijacije. Multinacionalne kompanije imaju najznačajniju ulogu kada su u pitanju visoko perspektivne tehnologije poput mikroelektronike, biotehnologije, novih materijala i novih izvora energije. U današnje vreme, tehnološka otkrića su sve manje plod individualnih dostignuća, a sve više rezultat timskog rada. Prema podacima koji se odnose na prvih osam decenija prošlog veka, polovina od 60 najvećih i najznačajnijih pronalazaka koji su doveli do promena u našem životu plod su rada pojedinaca ili vrlo malih istraživačkih ustanova (na primer: elektronski mikroskop, helikopter, insulin, streptomycin, fotokopiranje, itd. - Vojnović, M.,2005,str.36).

Česta je pojava da multinacionalne kompanije preuzimaju ideje od pojedinaca koje zatim razrade i pretvore u konkretna tehnička ostvarenja. Za kreiranje tehnoloških inovacija neophodna su ogromna ulaganja u istraživanje i razvoj. Takođe, naučna istraživanja ne dovode uvek do rešenja koja se mogu primeniti, s obzirom da u proseku samo jedan od oko dvadeset projekata rezultira rešenjem koje ima

komercijalnu upotrebu, a za potrebe istraživanja multinacionalne kompanije moraju da angažuju visoko kvalitetne kadrove koji služe za kreiranje razvojnih jedinica. Multinacionalne kompanije mogu da izdvajaju sredstva za pokrivanje tako visokih troškova istraživanja po osnovu značajnog prometa dobara i usluga na globalnom nivou i profita koji se realizuju. Nivo ulaganja u istraživanje u razvoj multinacionalnih kompanija veoma često je veći od ulaganja pojedinih zemalja u identičnu oblast. Najnovija i najbolja organizaciona i tehnološka rešenja se daleko brže usvajaju i šire u zemlji domaćinu putem stranih direktnih investicija nego preko sporazuma o licenciranju ili preko međunarodne trgovine. Na uvođenje najnovije tehnologije veliki uticaj ima nekoliko faktora: relativna cena faktora, intenzitet konkurencije na tržištu zemlje domaćina, zahtevi industrijskih i finalnih potrošača i globalne strategije koje se pridržavaju multinacionalne korporacije. Postoje dva načina da se izvrši transfer tehnologije putem SDI: direktno, od matice multinacionalne kompanije ka afilijaciji u inostranoj zemlji i indirektno, putem efekata prelivanja, pri čemu se širenje tehnologije vrši od strane afilijacije ka domaćim preduzećima.

Neposredan ulazak multinacionalne kompanije na novo tržište preko direktnog ulaganja u određenu zemlju prati direktan transfer savremene tehnologije ka afilijaciji. Kako bi strana afilijacija ostvarila komparativnu prednost u odnosu na domaću konkurenciju (koja poseduje bolje razvijene poslovne kontakte i ima više informacija o konkretnom tržištu) neophodni su joj savremena tehnologija u vidu modernih mašina i opreme kao i neopipljiva produktivna aktiva (superiorna znanja - know-how, menadžerske i marketinške veštine, reputacija, koordinirani odnosi sa kupcima i dobavljačima, kontakti na svetskom tržištu, itd.)

Poslovanje stranih afilijacija multinacionalnih kompanija na tržištu zemlje domaćina dovodi do bržeg tempa tehnoloških promena i povećanja intenziteta uvođenja savremenih tehnoloških procesa na posredan način, efektima prelivanja, koji se javljaju po osnovu širenja tehnologije od afilijacije do domaćih preduzeća. Teorija eksternih efekata pruža jednostavno objašnjenje za prisustvo efekata prelivanja. Eksterni efekti se javljaju kada delovanje, odnosno aktivnosti jednog privrednog subjekta, koje nisu deo tržišne transakcije, utiču na produktivnost drugih subjekata. Efekti prelivanja tehnologije mogu da budu intragranski (prelivanje se vrši na preduzeća koja posluju u istoj industrijskoj grani kao i strana afilijacija) i intergranski

(prelivanja se vrše na preduzeća koja su vertikalno povezana sa stranom afilijacijom, a koja mogu biti iz različitih industrijskih grana). Ukoliko zemlja ima značajan nivo ljudskog kapitala i ako je apsorbciona sposobnost domaćih preduzeća na visokom nivou, efekti prelivanja tehnologije biće više izraženi.

Iako postoji značajna razlika u tehnološkom nivou manje razvijenih zemalja u poređenju sa razvijenim zemljama, na osnovu čega bi proces "tehnološkog sustizanja" trebalo da bude lakši, manje razvijene zemlje neće imati korist od savremene tehnologije stranih afilijacija ukoliko ne razviju odgovarajući apsorbcioni kapacitet za usvajanje nove tehnologije. Ulaganja u istraživanje i razvoj su iz tog razloga dvostruko značajna, direktno poboljšavaju tehnološki nivo opremljenosti preduzeća novim inovacijama i u isto vreme poboljšavaju apsorbcioni kapacitet preduzeća – odnosno mogućnost preduzeća da identifikuje, asimilira i eksploatiše tuđe znanje. Neophodno je istaći da pored pozitivnih efekata prelivanja tehnologije postoje i negativni, u slučaju kada strane afilijacije sa superiornom tehnologijom utiču da domaća preduzeća moraju da napuste tržište. Istraživanja koje su sprovedi Aitken i Harrison (1997) u Kolumbiji i Venecueli, Haddad i Harrison (1993) u Maroku i Djankov i Hoekman (1996) u Češkoj pokazala su postojanje takvih negativnih efekata.

Blomstrom i Kokko (1997) razlikuju 4 kanala po osnovu kojih dolazi do pojave efekata prelivanja:

- 2 demonstracioni efekat;
- vertikalno povezivanje;
- efekat obuke;
- efekat konkurencije.

3.1.1. Demonstracioni efekat

Demonstracioni efekat 2 manifestuje se kroz stimulisanje preduzeća na domaćem tržištu da poboljšaju svoje proizvodne metode na osnovu izloženosti superiornoj tehnologiji afilijacije multinacionalne kompanije. Usled visokih troškova, domaća preduzeća ne mogu da dođu do potrebnih informacija za implementiranje savremene

tehnologije, ako ove tehnologije nisu pre toga korišćene na konkretnom tržištu od strane inostranih afilijacija (čime se demonstrirala efikasnost upotrebe ove tehnologije u uslovima koji postoje u zemlji domaćinu).

Domaća preduzeća raspolažu sa poprilično skromnim resursima namenjenim istraživanju i razvoju, kao i unapređenju proizvodnje i procesa organizacije, tako da se osnovna orijentacija odnosi na primenu i modifikaciju već postojećih znanja. Domaća preduzeća posmatraju, asimiliraju i imitiraju savremene procedure i superiornu tehnologiju koje multinacionalne kompanije demonstriraju u obavljanju različitih funkcija, poput nabavke, proizvodnje, marketinga i distribucije. U ovom slučaju ne postoje nikakve finansijske obaveze za preduzeće koja vrši kopiranje tehnologije, a preduzeće koja poseduje superiornu tehnologiju najčešće nije ni svesno da dolazi do efekata prelivanja tehnologije. Domaća preduzeća posmatraju i imitiraju poslovne operacije stranih kompanija kao što su procedure, metode i tehnike, a u velikoj meri predmet posmatranja i imitiranja su i gotovi proizvodi. U prvom slučaju govorimo o posmatranju aktivnosti odnosno o učenju posmatranjem, a u drugom slučaju o inspekciji proizvoda odnosno o inverznom inženjeringu. Uspeh inverznog inženjeringa direktno je povezan sa kompleksnošću proizvoda – jednostavni proizvodi se daleko lakše kopiraju. Imitacije nije značajna samo kada su u pitanju proizvodi, u ogromnoj razmeri imitiraju se i usluge poput telekomunikacionih usluga, bankarskih poslova sa stanovništvom, osiguranja i drugih finansijskih usluga, saobraćaja, itd. Domaća preduzeća poboljšavaju svoju konkurentnost i povećavaju nivo učešća na tržištu putem uspešnog adaptiranja i prihvatanja savremene tehnologije, a efekat prelivanja tehnologije se putem njihovih veza sa ostalim domaćim preduzećima širi na veći deo privrede. Ovakvi posredni efekti se mogu očekivati svaki put kada multinacionalna kompanija transferiše nova znanja u svoju afilijaciju.

Postoji nekoliko studija slučaja koje se odnose na demonstracione efekte stranih direktnih investicija na domaće kompanije. Riedel (1975) je došao do zaključka da su demonstracioni efekti bili važan činilac razvoja izvozne proizvodnje u Hong Kongu tokom 60-tih godina prošlog veka. Swan (1973) sugerise da multinacionalne kompanije nisu samo značajne zbog difuzije specifične tehnologije već i zato što jačaju međunarodne kanale komunikacija što otvara mogućnosti za prelivanje

demonstracionih efekata preko međunarodnih granica. Tilton (1971) je proučavajući industriju poluprovodnika ukazao na značaj novih multinacionalnih kompanija za uvođenje inovacija iz SAD-a u evropske zemlje. Mansfield i Romeo (1980) su utvrdili da je tehnologija koju multinacionalne kompanije transferišu u svoje afilijacije novija nego ona koju prodaju na tržištu tehnologije i da je uvoz takve moderne tehnologije doveo do imitacije njihovog ponašanja od strane domaćih preduzeća.

Difuzija tehnologije preko demonstracionog efekta je moguća i bez prisustva stranih kompanija na domaćem tržištu. Ipak, neophodno je znati da strane kompanije na domaćem tržištu smanjuju informacione troškove i rizik od prihvatanja inovacija i usled toga ubrzavaju proces usvajanja nove tehnologije. To se posebno odnosi na učenje posmatranjem koje je mnogo teže ako je geografska udaljenost strane kompanije veća. Geografska udaljenost je posebno važna za zemlje u razvoju koje nisu toliko dobro integrisane u svetsku ekonomiju i koji imaju sužene mogućnosti za apsorpciju tehnologije. S toga možemo reći da su multinacionalne kompanije katalizator za difuziju tehnologije u zemljama koje su odrednice stranih direktnih investicija jer smanjuju troškove usvajanja i stimulatивно deluju na brže usvajanje nove tehnologije u domaćim preduzećima.

Usled brže difuzije tehnologije inostrana preduzeća će se suočiti sa većom konkurencijom na tržištu zemlje domaćina. Imajući u vidu posledice takve difuzije, strane kompanije mogu da promene uslove originalnog transfera tehnologije. Na primer, strana kompanija može da se odluči za transfer tehnologije nižeg kvaliteta, ukoliko se proceni da postoji rizik od usvajanja tehnologije u domaćim preduzećima. Međutim, smatra se da kompanije zbog svoje veličine i ostalih prednosti koje poseduju ne moraju da koriste takve strategije da bi održali svoj položaj na tržištu (Saggi, 2000, str.210). Takođe, multinacionalne kompanije mogu odložiti transfer savremene tehnologije ka svojoj afilijaciji ukoliko procene da je rizik poslovanja u zemlji domaćinu preveliki (to se pre svega odnosi na rizik eksproprijacije, nestabilne političke uslove, itd.).

U praksi veoma je teško napraviti razliku između efekata demonstracije i konkurencije kada se radi o imitaciji ili usvajanju nove tehnologije u domaćim preduzećima i u tom smislu je veoma važno posmatrati prvobitnu reakciju preduzeća na povećanu konkurenciju, pre nego što dođe do imitacije. Prvobitna

reakcija može biti usmerena na povećanje efikasnosti poslovanja, a ne na efikasnu alokaciju resursa. Page (1980) je na primeru tri proizvodna sektora u Gani došao do zaključka da su faktori koji su povezani sa X-efikasnošću kao što su menadžment i iskorišćenost kapaciteta od većeg značaja za rast produktivnosti nego promene vezane za alokaciju resursa (preko promena u ceni faktora). Potencijalne mogućnosti za povećanje produktivnosti pomoću takvih reakcija su mnogo veće u manje razvijenim zemljama iz prostog razloga jer je inicijalna neefikasnost kod njih veća.

S obzirom na predmet istraživanja u ovom radu, veoma bitno je ispitati i demonstracione efekte koje strane kompanije imaju na domaće izvoznike. Strane kompanije imaju dobro razvijene distributivne i transportne mreže, marketing aktivnosti kao i aktivnosti vezane za identifikaciju potreba potrošača, a imaju iskustvo sa regulatornim aranžmanima i postupcima carinjenja (kako u zemlji porekla tako i u odredišnoj zemlji). Ta znanja i strategije rezultat su njihovog iskustva u svetskoj trgovini. Domaća preduzeća putem saradnje i imitacije mogu da koriste znanja i iskustva stranih kompanija kako bi poboljšali svoje poslovanje. To naravno direktno utiče na njihove izvozne performanse, a rezultat svega je povećanje izvoza što je izuzetno značajno kada je bilans tekućeg računa u pitanju.

3.1.2. Vertikalno povezivanje

Direktne veze koje afilijacije multinacionalnih kompanija ostvaruju sa dobavljačima i kupcima na domaćem tržištu služe kao izvor za pojavu efekata prelivanja tehnologije. Lall (1980) pod direktnim vezama smatra kreiranje direktnih odnosa među preduzeća sa komplementarnim aktivnostima koji prevazilaze čisto tržišne transakcije. U praksi postoje dva oblika vertikalnog povezivanja - sa smerom naniže (povezivanje preduzeća i dobavljača) i sa smerom naviše (povezivanje preduzeća sa distributerima odnosno kupcima). Efekti prelivanja se pojavljuju kada su domaća preduzeća u mogućnosti da iskoriste difuziju najnovijih znanja o proizvodima i procesima kao i informacije o tržištu kojima raspolažu afilijacije multinacionalnih kompanija.

Strane afilijacije imaju specifične zahteve kad su sirovine i poluproizvodi u pitanju. U početnoj fazi, moguće je da inpute nabavljaju iz matične zemlje ili iz neke od razvijenih zemalja sa kojima postoji razgranata mreža poslovnih veza dok u kasnijem periodu, radi sniženja troškova, uspostavljaju odnose sa domaćim dobavljačima. Domaći dobavljači moraju da poboljšaju kvalitet svojih proizvoda i usluga kako bi zadovoljili visoke standarde stranog preduzeća. Lall (1980) smatra da produktivnost i efikasnost domaćih dobavljača raste tako što afilijacije multinacionalne kompanije:

- pomažu potencijalnim dobavljačima (na domaćem ili inostranom tržištu) da izgrade proizvodne kapacitete;
- pružaju podršku tehničke prirode i informacije neophodne za unapređenje kvaliteta inputa koje obezbeđuju dobavljači ili za potrebe osavremenjivanja proizvodnih postrojenja;
- pružaju podršku prilikom nabavke sirovina i poluproizvoda;
- obučavaju potrebne kadrove i pružaju pomoć u poboljšanju kvaliteta upravljanja i organizacije;
- pružaju pomoć dobavljačima u diversifikaciji prodaje putem pronalaženja novih kupaca.

Pored toga što je ukazao na različite odnose saradnje kao potencijalne kanale za pojavu efekata prelivanja, Lall smatra da nivo širenja tehnologije u ogromnoj meri zavisi od veličine dobavljača u zemlji domaćinu kao i od sličnosti u tehnološkom smislu između dobavljača i strane afilijacije. Niska tehnička povezanost, koja se ogleda u kontroli kvaliteta i razmeni informacija vezanih za specifikacije o inputima, prisutna je kod svih vrsta dobavljača, ali kontrola kvaliteta ima najveći značaj u kontaktu sa malim dobavljačima. Srednja tehnička povezanost koja se ogleda u zajedničkom razvoju vezanom za dizajn komponenti i široj tehničkoj podršci ima veći značaj za velike dobavljače koji proizvode inpute za kompleksne proizvode. Visoka tehnička povezanost, ogleda se u zajedničkom razvoju i istraživačkom radu u cilju kreacije potpuno novog dizajna koji je u skladu sa proizvodnim mogućnostima dobavljača.

U isto vreme, Reuber i grupa autora (1973) su u istraživanju koje je sprovedeno došli do zaključka da veze između strane afilijacije i domaćih dobavljača u velikoj meri zavise od tržišne orijentacije strane afilijacije, njene zemlje porekla kao i zemlje domaćina. Strane afilijacije koje su okrenute domaćem tržištu su u većoj meri sarađivale sa domaćim dobavljačima nego izvezno orijentisane afilijacije (možda zato što je izvezno orijentisanim afilijacijama lakše da nabave uvozne dozvole), afilijacije evropskih multinacionalnih kompanija se mnogo više oslanjaju na domaće dobavljače nego što je to slučaj sa japanskim i američkim (možda zato što su starije i već imaju izgrađenu mrežu dobavljača), a afilijacije u Latinskoj Americi i Indiji i na dalekom Istoku koriste mnogo više domaće inpute nego afilijacije na Dalekom Istoku.

Izvezno orijentisane SDI na indirektan način povezuju domaće dobavljače sa inostranim tržištem. Domaći dobavljači su uz kontakte sa stranim afilijacijama suočeni sa povišenim zahtevima po pitanju kvaliteta, pouzdanosti, brzine isporuke i na taj način postaju sposobni za eventualni budući samostalan nastup na inostranom tržištu. Jedan od takvih primera je meksička auto industrija. Kao rezultat stranih ulaganja u auto industriju nastale su intenzivne horizontalne veze sa smerom naniže. Pet godina nakon investicija velikih proizvođača automobila bilo je 300 domaćih preduzeća koja su proizvodila delove i opremu od kojih je 110 imalo godišnju prodaju preko milion dolara. Strani proizvođači su preneli najbolje industrijske metode posebno insistirajući na praksi menadžmenta ukupnog kvaliteta odnosno proizvodnji bez greške, a takođe su pružali i pomoć u proizvodnji što je dovelo do rasta produktivnosti i kvaliteta proizvoda domaćih dobavljača. Kao rezultat porasta konkurentnosti i kvaliteta došlo je do ekspanzije meksičkog izvoza u auto industriji, kako gotovih automobila tako i delova i opreme koju proizvode domaća preduzeća (Blomstrom i Kokko, 1997).

Sa druge strane, neka istraživanja su došla do manje optimističnih rezultata po pitanju uticaja stranih direktnih investicija na domaća preduzeća. Aitken i Harrison (1997) su ispitujući proizvodnju u Venecueli, u periodu između 1976. i 1989.godine, došli do zaključka da strane direktne investicije imaju negativan uticaj na produktivnost domaćih preduzeća. Po njima strane afilijacije umesto domaćih inputa koriste uglavnom inpute iz inostranstva i na taj način domaća preduzeća nisu u mogućnosti da profitiraju od ekonomije obima. Zamerka njihovom istraživanju je što

nisu uzeli u obzir da vremenom veze između stranih afilijacija i domaćih preduzeća postaju jače.

Transfer tehnologije se ne vrši samo između strane afilijacije i njenih dobavljača već i između afilijacije i njenih distributera odnosno kupaca. Strane afilijacije često angažuju domaća preduzeća kao podugovarače za razne usluge kao što su održavanje, transport, obezbeđenje, reklamiranje, održavanje informacionih sistema, itd. Domaća preduzeća mogu da imaju koristi od transfera znanja o proizvodima, procesima i tehnologijama koje koristi strana afilijacija na potpuno isti način kao i domaći dobavljači. Ako se taj transfer znanja obavlja izvan ugovora i ne zahteva nikakve troškove od strane domaćeg preduzeća onda govorimo o difuziji tehnologije na osnovu vertikalnih veza sa smerom naviše. Racionalno objašnjenje za ovakvu podršku je interes strane afilijacije da stvori stabilnu tražnju za svojim proizvodima. Tehnička podrška je deo šire marketing strategije o stvaranju dugoročnih odnosa sa svojim kupcima u cilju pozicioniranja na dominantnom mestu na tržištu. Na efekte prelivanja u velikoj meri utiču veličina tržišta, domaći propisi kao i tehnološke mogućnosti domaćih preduzeća.

Rezultati empirijskih istraživanja o postojanju vertikalnih veza sa smerom naviše su prilično izmešani. Samo manji broj preduzeća, u istraživanju koje je sproveo Reuber (1973,) je istaklo da su značajno uticali na razvoj domaćih distributera i trgovaca. Sa druge strane, McAleese i McDonald (1978) smatraju da u Irskoj ekonomiji veze sa smerom naviše rastu istom brzinom kao one sa smerom naniže. Blomstrom i Kokko (1997) naglašavaju da su tehnološka prelivanja kroz vertikalne veze sa smerom naviše posebno važne za visoko tehnološke industrije gde se u velikoj meri koristi savremena kompjuterska i informaciona tehnologija.

3.1.3. Obuka zaposlenih u stranim afilijacijama

Do transfera savremene tehnologije iz matice ka afilijacijama multinacionalne kompanije ne dolazi isključivo putem transfera mašina i opreme, patentnih prava, ljudskog kadra vrhunskog kvaliteta u vidu kvalitetnih menadžera i inženjera već i putem transfera znanja obučavanjem lokalnih radnika u stranoj afilijaciji. Obuka se

odnosi na zaposlene na svim nivoima, od radnika na proizvodnim linijama do menadžera na top nivou. Obuka služi da zaposleni steknu znanja vezana za najnaprednije inovacije (know-how), upravljačke odnosno organizacione inovacije i moderne standarde, konkretne postupke podele rada u okviru preduzeća, disciplinu i radne navike koje su obično na višem nivou u poređenju sa domaćim preduzećima.

U zavisnosti od potrebnih veština, obuka se obavlja na radnom mestu ili preko seminara i kurseva koji se obavljaju u zemlji domaćinu, a često i u zemlji porekla strane afilijacije ili nekom od njenih međunarodnih centara obuke. Migracijom radne snage iz strane afilijacije ka domaćim preduzećima dolazi do pojave efekata prelivanja tehnologije. Ovu pojavu nije moguće sprečiti, u određenoj meri moguće je umanjiti višim platama, boljim mogućnostima za napredak, odredbama vezanim za minimalno vreme koje je zaposleni obavezan da ostane u radnom odnosu u okviru preduzeća. Fluktuacija radnika donosi najviše koristi direktnim konkurentima, lokalnim preduzećima koja posluju u istoj grani, kojima je na raspolaganju kompletno obučena radna snaga sa daleko većim nivoom obuke u poređenju sa onim koji su ta preduzeća pružila svojim zaposlenima. Pri tome, mobilnost radne snage ne dovodi do efekata prelivanja koji su isključivo vezani za horizontalno (intragranski) povezana preduzeća. Veliki broj investicija u obuku radnika od strane inostrane afilijacije su takvog karaktera da se mogu smatrati opštim, relevantnim za obavljanje različitih poslovnih aktivnosti koje nisu isključivo vezane za određenu granu industrije. U takve investicije spadaju investicije u obučavanje računovođa za moderne računovodstvene standarde.

Na stepen obuke koji se sprovodi u afilijacijama multinacionalnih kompanija utiču različiti faktori poput stepena obrazovanja zaposlenih, nivoa konkurencije i vrste direktnih ulaganja. U slučaju kada zaposleni imaju **viši nivo obrazovanja** postoji manja potreba za ulaganje u dodatnu obuku. Treba reći da i na planu obrazovanja strane afilijacije imaju aktivnu ulogu. U slučaju osnovnog i srednjeg obrazovanja, njihova uloga je marginalna, ali postoji sve više dokaza da je njihova uloga, kada je visoko obrazovanje u pitanju, značajna. Pored toga što pružaju stipendije i mogućnost zaposlenja za najtalentovanije studente, strane afilijacije imaju pozitivnu ulogu na razvoj univerziteta i naučno-istraživačkih ustanova.

Potreba strane afilijacije za kadrovima sa visokim nivoom obuke direktno zavisi od **nivoa konkurencije**. U slučaju da ne postoji značajna domaća ili inostrana konkurencija, malo je verovatno da će strana afilijacija izvršiti ulaganje u programe obuke koje zahtevaju izdvajanje značajnih novčanih sredstava.

Stepen obuke zavisi i od **vrste stranog ulaganja**. Najveći nivo tehničke obuke neophodan je u slučaju greenfield investicija. Shaiken (1990) je ovu tezu potvrdio na osnovu istraživanja greenfield investicije koju je Ford realizovao u Meksiku. Svi radnici su imali preko 700 časova obuke u učionicama pre nego što su počeli da rade, a inženjeri i supervizori su poslani na obuku u SAD. Takođe, smatra se da je nivo potrebne obuke u uslužnom sektoru veći nego u proizvodnji. Za usluge u kojima se koristi visoka tehnologija kao što su finansijske i IT usluge to je potpuno razumljivo ali postoje visoka ulaganja u obuku i kad su u pitanju jednostavnije usluge kao što su hotelijerske i ugostiteljske usluge.

Napori na polju istraživanja i razvoja koje snose afilijacije predstavljaju dodatni činioc koji utiče na difuziju tehnologije i unapređenje kvalifikacione strukture zaposlenih. Iako se u matičnoj zemlji multinacionalne kompanije obavlja najveći deo rada vezan za istraživanje i razvoj, određeni deo istraživačko-razvojnih programa vrši se u afilijacijama multinacionalne kompanije. Prema istraživanju Fairchilda i Soshlina (1986), koje su sprovedi na uzorku preduzeća iz Latinske Amerike, ukupni troškovi stranih afilijacija i domaćih preduzeća za istraživačko-razvojni rad se ne razlikuju u velikoj meri. Afilijacije velikih multinacionalnih kompanija su u velikoj prednosti jer raspolazu pristupom kompletnoj know-how bazi matične kompanije i njenih afilijacija, a na raspolaganju su im i istraživačko-razvojni objekti matične kompanije. Usled toga, može se sa velikom verovatnoćom očekivati da istraživačko-razvojni programi afilijacija imaju veću efikasnost u poređenju sa naporima lokalnih preduzeća.

Empirijska istraživanja obavljena u zemljama u razvoju pokazala su postojanje efekata prelivanja po osnovu mobilnosti radne snage. S obzirom da je obrazovni sistem slabiji i da je nivo znanja manji nego u razvijenim zemljama, moguće je da su efekti prelivanja na osnovu obuke značajniji. Na primer, Katz (1984) ističe da su menadžeri domaćih preduzeća u Latinskoj Americi uglavnom obučavani i započeli karijeru u nekoj od afilijacija strane kompanije. Gerschenber (1987) je proučavajući efekte prelivanja u Keniji, došao do zaključka da strane afilijacije pružaju svojim

menadžerima mnogo veći nivo obuke nego privatna domaća preduzeća a manje nego domaća državna preduzeća i zajednička ulaganja. Takođe je došao do zaključka da je mobilnost menadžera, kada su u pitanju strane afilijacije, manja nego u slučaju domaćih preduzeća. Do sličnih zaključaka došao je i Chen (1983) u studiji tehnološkog transfera u Hong Kongu na osnovu ispitivanja obuke operativaca. Troškovi koje su strane afilijacije imale za obuku svojih zaposlenih su bile nekoliko puta veći nego u slučaju domaćih preduzeća, na osnovu čega je zaključio da najveći doprinos stranih direktnih investicija u Hong Kongu nije kreiranje novih proizvoda i tehnika već obuka zaposlenih na svim nivoima.

² Odnos stranih direktnih investicija i stvaranja ljudskog kapitala u zemlji domaćinu ne može se smatrati jednosmernim već kompleksnim odnosno dvosmernim. ² Strane direktne investicije predstavljaju katalizator za prenošenje znanja na lokalnu radnu snagu, a istovremeno nivo ljudskog kapitala zemlje domaćina determiniše stepen uspešnosti zemlje u privlačenju stranih ulaganja i stepen uspešnosti domaćih preduzeća u apsorbovanju potencijalnih efekata prelivanja. Zemlje domaćini sa visokim nivoom humanog kapitala su u mogućnosti da privuku znatne tehnološki intenzivne strane investicije koje mogu još više da doprinesu razvoju radne snage. Sa druge strane, zemlje sa slabijim humanim kapitalom privlače manje stranih investicija koje koriste uglavnom jednostavniju tehnologiju i na taj način imaju marginalni uticaj na razvoj znanja i veština domaćeg radnog stanovništva.

3.1.4. Efekat konkurencije

⁴⁶ Ulaskom afilijacije multinacionalne kompanije na tržište zemlje domaćina dolazi do povećanja nivoa konkurencije i konkurentskog pritiska na lokalna preduzeća da unaprede nivo tehnološke opremljenosti i efikasnost proizvodnje kako bi sačuvali tržišni udeo odnosno kako bi obezbedili kontinuitet poslovanja. Konkurentski pritisak posledica je superiorne tehnologije i znanja koja je na raspolaganju stranoj afilijaciji i mnogo je veći nego kada je u pitanju ulazak na tržište nekog domaćeg preduzeća sa istim inicijalnim pozicijama. U takvoj situaciji lokalna preduzeća teže ka osmišljavanju boljih, inovativnijih proizvoda, smanjenju troškova i škarta, poboljšanju metoda opsluživanja krajnjih korisnika – tj. teže da unaprede efikasnost proizvodnje.

Caves (1974) smatra da se ruše ustanovljeni obrasci "džentlmenke konkurencije" nakon ulaska afilijacije multinacionalne kompanije na domaće tržište. Ukoliko najneefikasnija lokalna preduzeća nisu u mogućnosti da obezbede kontinuitet poslovanja, pojavljivanje strane afilijacije na tržištu dovodi do pada broja lokalnih preduzeća u datoj grani. Tako strane afilijacije dovode do kreiranja monopola, koji su još lošiji od prethodno postojećih oligopola lokalnih preduzeća. Pored toga što mogu da utiču na smanjenje konkurencije, monopoli stranih afilijacija mogu da vrše repatrijaciju profita i izbegavanje oporezivanja preko transfernih cena.

Potencijalni efekti prelivanja preko efekta konkurencije su veći u manje razvijenim zemljama zato što je inicijalna neefikasnost veća. Ipak, treba znati da su domaća preduzeća u manje razvijenim zemljama nedovoljno snažna da odgovore na takvu vrstu pritiska. Prema Lallu (1980) ulaskom afilijacije multinacionalne kompanije na tržište slabije razvijenih zemalja dolazi do ubrzanja procesa industrijske koncentracije, a nedovoljna konkurentnost lokalnih preduzeća za posledicu ima veći tržišni udeo stranih afilijacija nego u razvijenim zemljama. Industrijska koncentracija se javlja kada strana afilijacija vrši kupovinu domaćih preduzeća, konkurentskim pritiskom primorava lokalna preduzeća na fuzionisanje ili odustajanje od poslovanja, a pored toga veštím lobiranjem uspeva da uspostavi ulazne barijere u određenim industrijskim granama.

Empirijska istraživanja nisu u mogućnosti da pruže precizan odgovor na pitanje da li je pojava visoke koncentracije u određenim industrijskim granama posledica stranih direktnih investicija ili je visoka rentabilnost u takvim industrijskim granama bila zaslužna za privlačenje stranih ulaganja. Veća koncentracija u određenoj industrijskoj grani za posledicu ima povećanje prosečne veličine preduzeća čime se obezbeđuje bolja alokacija resursa i veća efikasnost. Karakteristike tržišta kao i propisi koji regulišu tržište utiču na to koji će efekti prevladati - pozitivni efekti u vidu porasta efikasnosti u grani industrije ili negativni efekti u vidu manjeg nivoa konkurencije. Takođe, smatra se da je brzina tehničkog progressa u industrijama sa većom koncentracijom veća s obzirom da veća preduzeća imaju bolje šanse da iskoriste ekonomiju obima kad su istraživanje i razvoj u pitanju.

Prisustvo afilijacije multinacionalne kompanije na domaćem tržištu kreira novi reper domaćim preduzećima u procesu evaluacije njihovih poslovnih rezultata. Ukoliko bi

konkurenciju činila isključivo domaća preduzeća ne bi se stvorili preduslovi za prikupljanje informacija o ostvarivim odnosno dostupnim troškovima. Čak iako imaju podsticaje od strane konkurencije da smanjuju troškove kako bi povećali profit, domaća preduzeća nemaju odgovarajuću informaciju o tome da li su uspešna u njihovom naporu da smanje troškove. Afiliacija multinacionalne kompanije predstavlja reper domaćim preduzećima i primorava ih da redukuju troškove poslovanja i poboljšaju proizvodnu efikasnost kako bi se odupreli snažnom konkurentskom pritisku. (Begović i dr., 2008, str.61)

3.1.5. Transfer tehnologije u Srbiji

Zaostatak privrede Srbije u tehničko-tehnološkom smislu u odnosu na razvijene zemlje iznosi oko dve decenije. Korišćenje zastarele tehnologije i neefikasnih pogona za proizvodnju nastalo je usled malog obima investiranja u poslednje dve decenije, naročito tokom poslednje dekade prošlog veka kada je došlo do raspada države, rata i sankcija Saveta bezbednosti UN-a čime je srpska privreda izolovana iz globalnih tokova ekonomije i trgovine. Sposobnost srpskih preduzeća da apsorbuju znanja i inovacije vezane za nove proizvode, savremene proizvodne procese i tehnologije drastično je opala, a ova pojava je nastala usled velikog "odliva mozgova", pogotovo kada je u pitanju najkvalitetniji tehnički kadar i oslanjanja na zastarela znanja. Po ukupnim izdvajanjima države i preduzeća za istraživanje i razvoj, Srbija daleko zaostaje za zemljama EU (u Srbiji ukupni izdaci za istraživanje i razvoj iznose 0.73% BDP, dok npr. u Mađarskoj iznose 1,41%BDP, Sloveniji 2,59%, Nemačkoj 2,85%)³, što ukazuje da preduzeća u Srbiji ne raspolažu sa finansijskim sredstvima za investiranje u istraživačko-razvojni rad i da im nedostaju kvalitetni kadrovi za istraživački rad. Takođe, kao posledica nedovoljne podrške države nauci i razvoju centara za naučno-istraživački rad kao i nedovoljno snažne veze između nauke i privrede, realno je očekivati da Srbija pripada grupi zemalja sa najlošijim plasmanom kada je u pitanju broj inovacija i njihov uticaj na privredu.

Za tehničko-tehnološko osavremenjivanje privrede Srbije, u navedenim okolnostima,

³ Izvor: <http://wdi.worldbank.org/table/5.13>

od izuzetnog značaja je pojava direktnog transfera tehnologije velikih stranih kompanija ka afilijacijama ili prema lokalnim preduzećima (preko lizinga i franšizinga) kao i efekata preliivanja tehnologije.

Bez obzira što srpska privreda zaostaje više tehnoloških ciklusa u odnosu na razvijene privrede, nije došlo do porasta udela mašina i opreme u strukturi srpskog uvoza od početka tranzicionog procesa. Nivo direktnog transfera tehnologije od stranih multinacionalnih kompanija ka lokalnim preduzećima može se pratiti na osnovu ukupnih plaćanja za franšizne i lizing naknade. Tabela 24 pokazuje nivo troškova za franšizne i lizing naknade u 2014. godini, za Srbiju i ostale zemlje regiona. Iz tabele se može uočiti da su troškovi za naknade u vezi franšizinga i lizinga nekoliko puta manji u Srbiji u poređenju sa Rumunijom, niži u odnosu na Hrvatsku i Bugarsku, a veći od ostalih manje razvijenih zemalja u regionu. U poređenju sa Mađarskom, čija su preduzeća izdvojila u 2014. godini 1.7 milijardi dolara, nivo troškova za naknade u vezi franšizinga i lizinga su više od 7,5 puta manje. Rezultati jasno sugerišu da srpska preduzeća u nedovoljnom obimu koriste franšizing i lizing kao metod pribavljanja savremenih tehničko-tehnoloških inovacija i znanja.

Tabela 24: Iznos troškova po osnovu naknada za franšizing i lizing, u milionima USD, u 2014. godini

Albanija	21.8
BiH	6.9
Bugarska	230.1
Crna Gora	5.2
Hrvatska	275.9
Makedonija	52.8
Rumunija	880.2
Srbija	224.5

Izvor: Svetska banka

Slika kvaliteta tehnologije koji se transferiše i upotrebljava u proizvodnom procesu i pružanju usluga putem direktnog transfera tehnologije od matica multinacionalnih kompanija ka afilijacijama u Srbiji može biti dobijena analizom stranih ulaganja po granama delatnosti. Tabeli 25 prikazuje sektorsku distribuciju stranih direktnih

investicija po osnovu tehnološke strukture. Tabela je izrađena na osnovu podataka koji se odnose na ukupne strane direktne investicije po granama delatnosti (korišćena je statistika NBS) u vremenskom razdoblju od 2004-2014.godine, a klasifikacija je izvršena na osnovu tehnološke klasifikacije proizvodnje i usluga koju primenjuje OECD (prezentovano u Prilogu, tabela 1).

Tabela pokazuje da preko 97% investicija multinacionalnih kompanija u sekundarnom sektoru upotrebljava nisku i srednje nisku tehnologiju u procesu proizvodnje. Niska tehnologija se u najvećem obimu upotrebljava pri proizvodnji duvanskih proizvoda, proizvodnji prehrambenih proizvoda i pića, i proizvodnji tekstilnih prediva i tkanina. Niska tehnologija se takođe u velikoj meri upotrebljava za pružanje usluga trgovine na veliko i malo i poslovima sa nekretninama. Niska ulaganja u proizvodnju u kojoj se koristi visoka tehnologija važi za većinu tranzicionih zemalja. Ulaganja u visoku tehnologiju zahtevaju stabilno makroekonomsko okruženje.

Empirijska istraživanja stranih ulaganja u zemljama u tranziciji ukazuju da multinacionalne kompanije donose odluku o ulaganju u visoko tehnološku proizvodnju ili proširenje proizvodnje u određenoj zemlji na bazi analize tendencija vezanih za glavne makroekonomske pokazatelje zemlje domaćina: bruto domaćeg proizvoda, inflacije, deviznog kursa, stepena otvorenosti privrede, progressa ekonomskih reformi i nivoa kvaliteta institucija. Progres zemlje u tranzicionom procesu direktno povećava verovatnoću privlačenja stranih kompanija koje investiraju u visoko tehnološku proizvodnju. Nizak nivo inovacija u oblasti marketinga i u tehničko-tehnološkom smislu, kao i tehničkog kadra sa adekvatnom obučenošću i znanjem, u zemljama u tranziciji takođe utiču na nedovoljne investicije u proizvodnju sa naprednim tehnologijama. Pored toga, neophodno je znati da ulaganja u radno intenzivnu proizvodnju (u kojoj se uglavnom koristi niska tehnologija) donosi vlasnicima kapitala mogućnost da profitiraju na osnovu jeftinije cene radne snage kad su tranzicione zemlje u pitanju. Visoka i rastuća nezaposlenost, pogotovo u periodu globalne recesije, u velikoj meri je dovela do pada cene radne snage što se odrazilo na pomeranje distribucije dohotka od zaposlenih ka vlasnicima kapitala.

Tabela 25 : Sektorska distribucija SDI po osnovu tehnološke strukture, 2004-2014

Sekundarni sektor 22,30 %	Visoka tehnologija	2.12 %
	Srednje visoka tehnologija	33.17 %
	Srednje niska tehnologija	28.71 %
Tercijarni sektor 73.42 %	Visoka tehnologija	37.62 %
	Niska tehnologija	62.38 %

Izvor: Kalkulacija autora

Kada su u pitanju efekti prelivanja tehnologije, postoji mnogo ograničenja i teškoća vezanih za njihovo adekvatno merenje. Veliki broj istraživača koji su se bavili proučavanjem efekata prelivanja u zemljama u tranziciji imali su ozbiljne metodološke probleme merenja i ostale ekonometrijske probleme. Samo pojedina istraživanja su ukazala na postojanje pozitivnih efekata širenja tehnoloških znanja od stranih afilijacija ka lokalnim preduzećima. U najvećem broju slučajeva radi se o pozitivnim vertikalnim efektima prelivanja (uglavnom sa smerom naniže, ne postoje odgovarajući dokazi postojanja prelivanja tehnologije sa smerom naviše), a u slučaju horizontalnih efekata prelivanja, istraživanja ukazuju da su nedovoljno jaki ili čak u velikoj meri negativni. Istraživanja sugerišu da apsorpcioni kapacitet, izvozna orijentacija i veličina lokalnih preduzeća direktno utiču na efekte prelivanja. Kinoshita (2011) je identifikovao postojanje pozitivnih horizontalnih efekata prelivanja u Češkoj, u onim granama industrije u kojima postoje značajna ulaganja u istraživačko-razvojne programe, dok je istraživanje Schoors-a i van der Tol-a (2002) ukazalo na postojanje pozitivnih efekata prelivanja isključivo u otvorenim proizvodnim granama.

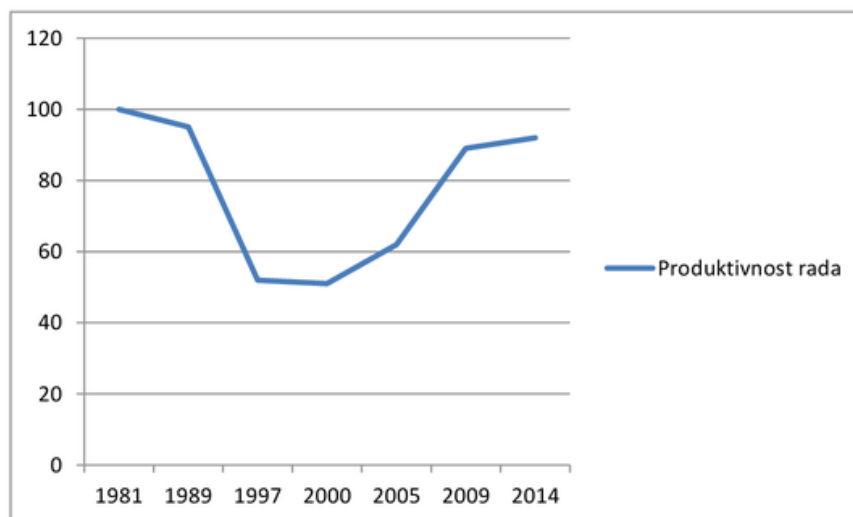
Imajući u vidu izostanak dokaza vezanih za pozitivne efekte, težnja istraživača se usmerila ka identifikovanju negativnih efekata prelivanja u vidu gubitka pozicije na tržištu lokalnih preduzeća u pojedinim granama industrije od strane afilijacija multinacionalnih kompanija. Istraživanje Damijan-a (2005) ukazuje na postojanje negativnih efekata prelivanja vezanih za efekat konkurencije. Po njemu izvor pozitivnih efekata prelivanja tehnologije predstavljaju uvoz i izvoz, a ne strane

direktne investicije. Prelivanja tehnologije po osnovu stranih direktnih investicija su bila ili negativna ili veoma slaba.

Nedovoljno jaki efekti prelivanja utiču da se svi pozitivni efekti koje sa sobom nose strane direktne investicije ispoljavaju isključivo u obliku direktnih efekata. Ukoliko su efekti prelivanja suviše slabi, onda sektor SDI beleži znatno brži rast, čime se u okviru privrede kreira izrazita razlika između dva sektora: modernog i u globalnu ekonomiju kvalitetno integrisanog sektora stranih direktnih investicija sa jedne strane i drugog sektora lokalnih preduzeća koji karakteriše ² neaktivnost, neproduktivnost i slaba integrisanost u globalnu ekonomiju. Najbolje je da efekti prelivanja nisu ni suviše slabi ni izrazito snažni (u slučaju jakih efekata prelivanja afilijacije multinacionalnih kompanija ne mogu eksploatisati prednosti vezane za naprednu tehnologiju što može uticati na drastično umanjeње prihoda, a kao posledica toga pod znakom pitanja su njihova buduća ulaganja).

Industrija Srbije odlikuje se izrazito malim stepenom produktivnosti, iz čega sledi da postoji dosta prostora za unapređenje produktivnosti difuzijom tehnologije od stranih afilijacija ka lokalnim preduzećima. Grafikon 28 pokazuje promene nivoa produktivnosti u industriji Srbije.

Grafikon 28 : Kretanje produktivnosti u industriji Srbije, 1981-2014



Izvor: Republički zavod za statistiku Srbije

Bez obzira što nije bilo kompjutera i savremenih proizvodnih tehnologija koje su prisutne u današnje vreme, produktivnost srpskih industrijskih preduzeća je bila na većem nivou pre 3 decenije nego sada. Sa grafikona se uočava povećanje produktivnosti posle 2000.godine, koje je nastalo u najvećoj meri usled redukcije broja zaposlenih, a ne korišćenjem savremene tehnologije. Prema Eurostat-u, Srbija je po nivou produktivnosti, na svega 42% proseka produktivnosti evropskih industrija.

Nizak nivo produktivnosti i ogromni zaostatak u pogledu tehnologije su značajna pretnja kada su u pitanju strana ulaganja, s obzirom da lokalna preduzeća nisu dovoljno jaka da pruže konkurentski otpor, pa se mogu očekivati negativni horizontalni efekti prelivanja koje su istraživači identifikovali i u ostalim zemljama u tranziciji.

Do sada, u Srbiji, nije izvršeno nijedno istraživanje vezano za efekte prelivanja tehnologije, ali nije realno nadati se prilično drugačijim rezultatima u poređenju sa drugim zemljama u tranziciji kod kojih je kumulativni nivo stranih direktnih investicija na znatno većem nivou u odnosu na Srbiju, a kod kojih su zabeleženi slabi pozitivni efekti prelivanja ili u značajnom broju slučajeva negativni horizontalni efekti prelivanja. Empirijska istraživanja sugerišu da vrsta sektora u koji se vrši investiranje direktno utiče na efekte prelivanja. Istraživanje Alfaro-a (2003) ukazuje da poljoprivredne investicije izazivaju negativne efekte prelivanja (ne postoji potreba za integracijom sa lokalnim dobavljačima), investicije u prerađivačku industriju generišu pozitivne efekte prelivanja, a investicije vezane za usluge imaju ambivalentan efekat. Imajući u vidu da su strane direktne investicije u srpskoj prerađivačkoj industriji na nedovoljnom nivou i pretežno u grane industrije sa radno intenzivnom proizvodnjom koje upotrebljavaju nisku i srednje nisku tehnologiju, ne bi trebalo očekivati pojavu snažnih pozitivnih efekata prelivanja po osnovu znanja i savremene tehnologije afilijacija multinacionalnih kompanija.

Određeni nivo investicija koje koriste visoku tehnologiju postoji u uslužnom sektoru, npr. u slučaju finansijskog posredovanja, gde se mogu očekivati kako pozitivni tako i negativni efekti konkurencije, pri čemu su **negativni efekti konkurencije** odnosno negativna horizontalna prelivanja mnogo snažnija od pozitivnih. Na primer, na početku tranzicionog procesa, bankarski sektor je bio većinskim delom u domaćem vlasništvu (65% državno vlasništvo, 31 % privatno vlasništvo, 4% strano vlasništvo),

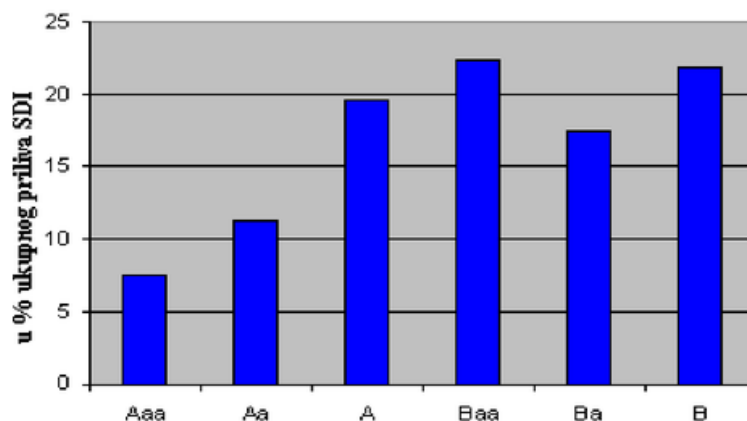
a kasnije je došlo do transformacije vlasničke ²strukture (75% u stranom vlasništvu) i značajnog pada tržišnog udela banaka u domaćem vlasništvu (izvor NBS – početkom procesa privatizacije određeni broj banaka je prodat stranim investitorima, a ostatak domaćih banaka je izgubio poziciju na tržištu usled negativnog efekta konkurencije u vidu snažnih inostranih banaka. Domaće banke nisu uspele da iskoriste pozitivne efekte difuzije tehnologije po osnovu efekta konkurencije u obliku modernih bankarskih proizvoda, efikasnih i savremenih bankarskih tehnika, novih marketinških strategija, inovativnih načina komunikacije sa klijentima usled nedovoljne sposobnosti da apsorbuju znanja i značajnog tehnološkog zaostatka u poređenju sa afilijacijama stranih banaka. Nemogućnost ravnopravnog suprotstavljanja i podizanja nivoa inovativnosti i efikasnosti na nivo banaka u stranom vlasništvu, uticao je na gubitak tržišnog udela domaćih banaka.

Za razumevanje efekta konkurencije neophodno je istaći da zemlje sa nižim kreditnim rejtingom i slabije razvijenim institucijama privlače više stranih direktnih investicija (na to ukazuje i grafikon 29). Ova pojava nastaje usled neefikasnog, slabo razvijenog i nedovoljno regulisanog tržišta na kome vlada nizak nivo konkurencije i na kome preduzeća nisu dovoljno jaka da pruže konkurentni otpor pri ulasku strane afilijacije na tržište. Iz priloženog jasno je zašto istraživanja ukazuju na postojanje negativnih horizontalnih efekata prelivanja u zemljama u tranziciji. Pored toga, istraživanja iz 2000.godine sugerišu da je opšti nivo konkurencije prilično slab, ²odnosno da je ²privreda Srbije visoko monopolizovana i da je skoro 90 % proizvoda industrije u zoni visoke i ekstremne koncentracije (Begović i dr., 2008). Situacija danas nije ništa povoljnija, naprotiv, privatizacijom je smanjen broj proizvođača u velikom broju grana, a prodajom u procesu privatizacije smo uglavnom dobili umesto domaćih, strane monopoliste.

Prilikom razmatranja vertikalnih efekata prelivanja treba uzeti u obzir da su strane direktne investicije u velikom obimu bile vezane za kupovinu preduzeća u privatizacionom procesu, preduzeća koja dugo posluju na tržištu Srbije i koja raspolažu oformljenim vertikalnim vezama sa lokalnim distributerima i dobavljačima. Uspostavljena kooperacija značajno umanjuje koordinacione troškove, pa nije realno očekivati da promena vlasništva u preduzeću dovede do prekida dugogodišnjih poslovnih konekcija, a time ni domaći dobavljači nisu previše motivisani da u velikoj

meri poboljšaju produktivnost, efikasnost i kvalitet proizvoda. U najboljem slučaju mogu se očekivati slabi pozitivni efekti prelivanja.

Grafikon 29 : Strana direktna ulaganja prema kreditnom rejtingu zemlje



Izvor: Grubišić, 2006, str.296

Ukoliko kvalitet inputa dobavljača nije u skladu sa kriterijumima strane afilijacije postoji veća mogućnost da će se afilijacija odlučiti za uvoz inputa nego za vršenje pritiska i čekanje domaćeg preduzeća da unapredi kvalitet proizvoda. Kada su greenfield investicije u pitanju, afilijacije multinacionalne kompanije ne raspolažu sa praktičnim znanjima iz prve ruke o novom tržištu na kome posluju pa se može očekivati da se u početku više oslanjaju na uvoz, a kasnije pokušavaju da uspostave vezu sa lokalnim dobavljačima kako bi redukovali troškove. Usled nedovoljnog obima greenfield investicija u Srbiji nije moguće očekivati značajne efekte prelivanja tehnologije po ovom osnovu. Pored toga, strane afilijacije u prerađivačkoj industriji Srbije u značajnoj meri upotrebljavaju repromaterijale i sirovine koje su nedostupne na srpskom tržištu, pa se može očekivati izostanak značajnog nivoa kooperacije stranih preduzeća sa srpskim proizvođačima inputa (to je moglo da se uoči i na uzorku najvećih uvoznika i izvoznika u prethodnom delu rada).

Kada se razmatra difuzija tehnoloških znanja pomoću mobilnosti zaposlenih neophodno je napomenuti da u Srbiji postoji nizak nivo mobilnosti radnika. Dominira tradicionalni metod percepcije o "jednom radnom mestu za ceo život", a visok stepen nezaposlenosti i nesigurnost radne pozicije kreirali su svest o važnosti čuvanja

sadašnjeg posla i smanjili želju radnika da prihvate izazov nove "poslovne avanture" vezane za drugo radno mesto. Veća primanja u stranim afilijacijama kao i njihova namera da obučena radna snaga ne napušta kompaniju dovode do smanjene intrasektorske mobilnosti zaposlenih. Ne postoje konkretni dokazi da strane kompanije svaki put pružaju dodatnu obuku radnicima, a u situacijama kada se to dešava prisutne su velika odstupanja u kvalitetu obuke. Imajući u vidu da su strana ulaganja u sektoru prerađivačke industrije Srbije u većini usmerene u grane industrije sa niskom i srednje niskom tehnologijom (resursno i radno intenzivne grane), na tim radnim mestima se angažuju polu kvalifikovani ili niško kvalifikovani radnici, kod kojih verovatno ne postoji visok nivo obuke.

Komplikovano je izvršiti empirijsko istraživanje difuzije tehnoloških znanja pomoću demonstracionog efekta, jer se prelivanje tehnologije odvija u većini slučajeva neprimetno. Ono što su lokalna preduzeća mogla kopirati od stranih afilijacija na početku tranzicionog procesa su direktne opažljive operacije, pre svega marketinške i logističke operacije. Pravni propisi u velikoj meri onemogućavaju kopiranje industrijskih proizvoda. Sofisticirane šeme prava intelektualne svojine² koje su u skladu sa standardima EU vezanih za patente, smanjuju mogućnost za kopiranje novih proizvoda u industriji Srbije kao i u ostalim zemljama. (Joksimović, 2008, str.85-86).

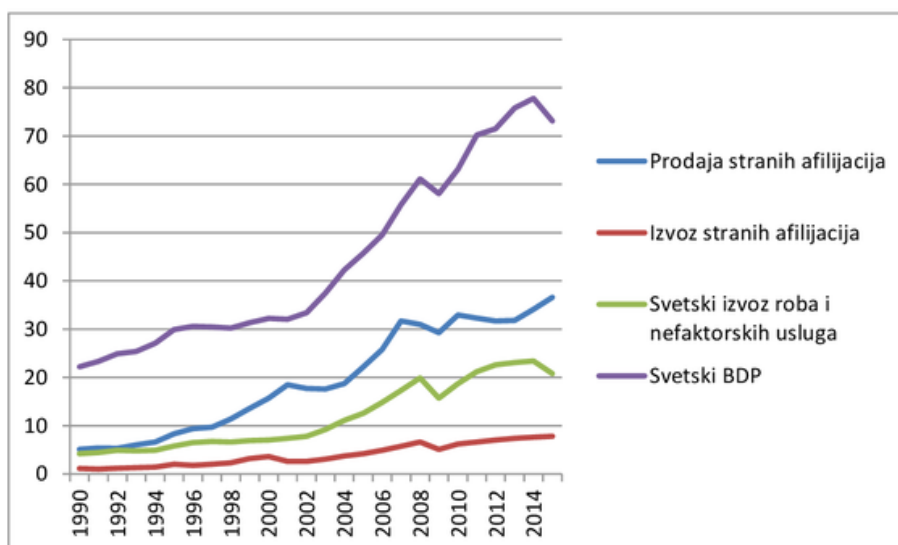
Analiza direktnog transfera tehnologije od sedišta multinacionalnih kompanija ka njihovim afilijacijama i analiza efekta difuzije tehnologije pokazuju da transfer tehnologije po osnovu stranih direktnih investicija nema veliki uticaj na tehnološko osavremenjivanje srpske privrede i da strane afilijacije ne stvaraju bolji položaj u odnosu na konkurenciju korišćenjem superiorne tehnologije, već se veća konkurentnost bazira na superiornim vlasničkim prednostima transakcionog tipa. ¹ Investicije u moderna tehnološka otkrića, opremu i savremene procese proizvodnje kao i pozitivni efekti difuzije tehnologije u industriji doveli bi do rešenja problema vezanih za specijalizaciju izvoza Srbije, tj. problema "izvoznog svaštarenja" koji se karakteriše sa prilično disperzivnim izvoznim asortimanom bez prepoznatljivog proizvoda. Postojeću izvoznju ponudu Srbije karakteriše jedna od najnižih stepena specijalizacije u svetu. Ima stavova da bi, na osnovu velikog izbora potencijalnih

procesa proizvodnje u privredi Srbije, veći priliv SDI u industriji uticao na određivanje pravca i stepena buduće specijalizacije izvoza (Boljanović, 2012).

3.2. Obezbeđenje pristupa međunarodnim tržištima putem stranih direktnih investicija

U prethodnom delu rada, uverili smo se da postoji korelacija između investicionih i trgovinskih tokova i da strane direktne investicije imaju uticaj na otvorenost ekonomije zemlje domaćina. Multinacionalne kompanije predstavljaju najznačajnije aktere svetske i međunarodne trgovine.

Grafikon 30: Značaj stranih afilijacija u svetskoj trgovini, u bilionima USD, 1990-2015



Izvor: Autorov rad, na osnovu podataka World Investment Report-a, različita izdanja

U aktuelnom izdanju World Investment Report-a za 2016.godinu (UNCTAD, 2016) navodi se da su multinacionalne kompanije imale 26.8% udela u formiranju svetskog BDP-a u 2015.godini (14% udela su imale multinacionalne kompanije u matičnim zemlja, 12.8% udela strane afilijacije). Prodaja stranih afilijacija u 2015.godini iznosila je 36.6 milijardi dolara i bila je veća od ukupnog svetskog izvoza robe i ne faktorskih usluga (što možemo videti sa grafikona 30), a izvoz stranih afilijacija čini više od trećine ukupnog svetskog izvoza.

Imajući u vidu da imaju presudnu ulogu u globalnoj svetskoj trgovini, multinacionalne kompanije imaju kontrolu nad trgovinom određenih proizvoda. One su kontrolisale trgovinu primarnim proizvodima (hranom, poljoprivrednim proizvodima, rudama, mineralima i metalima) još početkom osamdesetih godina prošlog veka. Većina primarnih proizvoda je pod kontrolom malog broja (2-6) gigantskih multinacionalnih kompanija koji upravljaju sa 90% proizvodnje i prometa određenog primarnog proizvoda. Bez obzira što se smanjuje nivo SDI multinacionalnih kompanija u primarni sektor (u poslednjim godinama ispod 5% ukupnih stranih ulaganja), one i dalje obavljaju ili kontrolišu čak i veći deo međunarodne trgovine konkretnih primarnih proizvoda nego početkom osamdesetih godina prošlog veka (Stojadinović-Jovanović, 2008, str.102).

S obzirom da prehrambeni, poljoprivredni proizvodi i metali čine veliki udeo srpskog izvoza uključivanje u međunarodne proizvodne, tehnološke i trgovinske mreže putem stranih direktnih investicija imalo bi veliki značaj za domaće izvoznike. Unapređenje izvoza ne podrazumeva samo konkurentne proizvode, već zahteva i stručnost i znanje u oblastima marketinga i međunarodnog poslovanja. Strane direktne investicije mogu biti izvor tih znanja, posebno kada se radi o tržištima gde razgranate trgovačke mreže i kreiranje trgovačkih marki imaju važnu ulogu u plasmanu proizvoda.

Za privatizovana preduzeća i domaća preduzeća koja su vertikalno povezana sa privatizovanim preduzećima, od posebnog značaja može biti njihovo uključivanje u trgovinsku mrežu multinacionalnih kompanija. Uključivanjem u globalnu distributivnu mrežu ova preduzeća imaju snažan motiv za unapređenje kvaliteta proizvoda, u mogućnosti su da ostvare ekonomiju obima kao i da značajno povećaju izvoz. Multinacionalne kompanije sa svojim inostranim afilijacijama, kreiraju sisteme internih zatvorenih tržišta, na kojima se vrše interne transakcije (intrafimska trgovina) između matične kompanije i afilijacija. Interne transakcije mogu biti trgovinske (trgovina robom i uslugama) kao i ne trgovinske, kao što su plaćanje kamata na intrakompanijski dug, plaćanje provizija za različite vrste usluga, plaćanje za licence, know-how, itd.

U ranijim periodima predmet intrafimske trgovine su bili proizvodi niže faze prerade, a danas su to više proizvodi većeg stepena finalizacije, usluge i znanja. Na značaj

intrafirmске trgovine sugeriše i činjenica da od ukupnog izvoza stranih afilijacija skoro polovina otpada na intrafirmSKU trgovinu. Takođe, pored pristupa intrafirmSKOJ trgovini, privatizovanim preduzećima je omogućeno povezivanje sa partnerima multinacionalnih kompanija na globalnom, regionalnom ili domaćem tržištu. Pored toga, zemlja domaćin može da profitira od lobističkih aktivnosti multinacionalnih kompanija u njihovim matičnim zemljama koje su usmerene na stvaranje preferencijalnog tretmana za izvoz iz zemlje domaćina. Na taj način može do dođe do redukcije troškova koje imaju domaća preduzeća prilikom ulaska na strano tržište. Kao primer možemo navesti kompaniju Engtek, sa sedištem u Penangu u Maleziji, koja je od lokalnog dobavljača, zahvaljujući saradnji sa multinacionalnim kompanijama i kroz pristup njihovoj distributivnoj mreži, postala globalni snabdevač (UNCTAD: World Investment Report 2002, str.152).

Treba međutim naglasiti da je za uspostavljanje ovakvih veza i uključivanje domaćih preduzeća u globalne distributivne mreže potrebno vreme. Pri tome, postoji mogućnost da stalni dobavljači snabdevaju multinacionalne kompanije i na novim lokacijama i time smanjuju poslovne šanse za domaća preduzeća. U prethodnom delu rada, zaključili smo da je nivo saradnje izvezno orijentisanih stranih preduzeća u sektoru prerađivačke industrije sa domaćim preduzećima nizak s obzirom da strana preduzeća u proizvodnji koriste u velikoj meri inpute koji nisu dostupni u Srbiji pa nije realno očekivati da su strane direktne investicije značajno doprinele uključivanju domaćih preduzeća u globalne distributivne mreže.

Kada govorimo o intrafirmSKOJ trgovini, neophodno je da pomenemo i transferne cene s obzirom da one mogu imati određeni (doduše ograničen) uticaj na spoljnotrgovinski bilans. Transferne cene možemo definisati kao cene koje multinacionalne kompanije koriste u intrafirm trgovini. U transferne cene obično se uključuje manipulacija od strane multinacionalne kompanije tako da se ove cene razlikuju od uobičajenih cena za ekvivalentnu transakciju na regularnom tržištu između nezavisnih partnera. Glavni motiv transfernih cena predstavlja maksimizacija profita, a to se postiže kroz mehanizam relokacije poreske osnovice u zemlje sa nižim poreskim opterećenjem (profit se prebacuje iz zemlje sa visokom u zemlje sa niskom stopom poreza na dobit preduzeća). Iz zemlje sa visokim poreskim opterećenjem proizvodi i usluge se izvoze u zemlju sa nižim poreskim opterećenjem

po najnižim mogućim cenama i na taj način se smanjuje profit afilijacije u zemlji sa visokim poreskim opterećenjem. U slučaju uvoza, situacija je obrnuta, pa afilijacija iz zemlje sa visokim poreskim opterećenjem uvozi proizvode i usluge po najvišoj mogućoj ceni.

U poslednje vreme, mogućnost kompanija da koriste "poreske rajeve" (zemlje sa nultom ili minimalnom stopom poreza na dobit) i "offshore" centre kao deo svoje strategije za izbegavanje oporezivanja, značajno je porasla što je suprotno principima poštene konkurencije i korporativne odgovornosti. Prema OECD-u, na kraju 2014.godine, poreski rajeви su privukli svetsku imovinu vrednu između 6 i 8 milijardi dolara, ali je tačan iznos transferisanog kapitala teško proceniti jer u ovim zemljama postoji određeni nivo poverljivosti informacija.

Srbija spada u grupu zemalja sa niskom stopom poreza na dobit preduzeća. Od zemalja centralne i istočne Evrope, samo Crna Gora, Bugarska, Bosna i Hercegovina i Makedonija imaju nižu stopu poreza na dobit što možemo videti iz tabele 26 (u razvijenim zemljama Evrope porezi na dobit preduzeća su u proseku još veći nego u regionu centralne i istočne Evrope). Imajući u vidu da su glavni trgovinski partneri Srbije zemlje koje uglavnom imaju veće stope poreza na dobit preduzeća, prema teoriji, ukoliko strane afilijacije u Srbiji koriste mehanizam transfernih cena za izbegavanje oporezivanja, to znači da uvoze proizvode i usluge po nižoj ceni, a izvoze po višoj ceni (što bi imalo pozitivan uticaj na spoljnotrgovinski bilans).

Postojanje transfernih cena, međutim jako je teško dokazati pogotovo što Srbija (a i većina zemalja centralne i istočne Evrope) prema izveštaju The Pricewaterhouse Coopers-a (Taxes at a Glance 2013) ima veoma slabo razvijene propise i praksu vezanu za transferne cene. U praksi, primenjuje se utvrđivanje cena principom "van dohvata ruke", a razlika između te cene i obveznikove transferne cene se uključuje u poresku osnovicu.⁴⁴ ⁵⁰ određivanje cene "van dohvata ruke" koriste se metoda preprodajne cene, metoda koštanja uvećana za uobičajenu maržu i metoda uporedive cene na tržištu. Međutim i u pogledu određivanja cene putem principa "van dohvata ruke" postoje ozbiljna ograničenja koja se posebno odnose na ne

⁴⁴ Jedati detaljnije na

http://www.ria.merr.gov.rs/uploads/media/24_Detaljnije_regulisanje_transfernih_cena.pdf

trgovinske transakcije, jer su obično u pitanju resursi specifični za određenu kompaniju za koje regularno tržište najčešće ne postoji, a samim tim ni cene koje bi poslužile kao reper za poređenje.

Tabela 26: Porez na dobit preduzeća u zemljama centralne i istočne Evrope, decembar 2015

Zemlja	Porez na dobit	Zemlja	Porez na dobit
Albanija	23%	Litvanija	15%
BiH	10%	Mađarska	16%
Bugarska	10%	Makedonija	10%
Crna Gora	9%	Poljska	32%
Češka	22%	Rumunija	16%
Estonija	20%	Slovenija	50%
Hrvatska	47.2%	Slovačka	25%
Letonija	23%	Srbija	15%

Izvor: <http://www.tradingeconomics.com/country-list/personal-income-tax-rate>

Transferne cene mogu biti i efikasan mehanizam u zaobilaženju carinskih barijera ali samo u slučaju tzv. *ad valorem* carina (carina utvrđena kao procenat od ukupne vrednosti proizvoda). Multinacionalna kompanija može sa ciljem zaobilaženja visokih *ad valorem* carina na uvoznu robu, minimizirati cenu robe koja se razmenjuje i tako redukovati troškove za carinske namete. Ovakvo zaobilaženje carinskih barijera sa jedne strane ima pozitivne efekte na spoljnotrgovinskih bilans zbog nižih uvoznih cena, a sa druge strane negativne efekte na zemlju domaćina po pitanju neostvarenih potencijalnih prihoda od carine.

Eden i Rugman (1985, str.223-241) su analizirajući izvozne i uvozne cene stranih afilijacija koje su poslovale u granama lake industrije u pet zemalja ASEAN-a (Tajlandu, Maleziji, Sinapuru, Indoneziji, Filipinima) došli do zaključka da multinacionalne kompanije sistematski koriste transferne cene da bi smanjile uvozne carine, smanjile poreske obaveze, prenele kapital preko granice, smanjile rizike i zaobišle državne kontrole cena i kontrole repatrijacije profita. Može se reći da na taj

način dolazi do redistribucije dohotka na štetu siromašnih, a u korist razvijenih industrijalizovanih zemalja koje su matične zemlje trans nacionalnih kompanija. Razvijanje propisa koji omogućavaju kontrolu i ograničenje manipulacija transfernim cenama i njihova primena u praksi, jedan je od važnih zadataka u narednom periodu koji stoji pred većinom zemalja centralne i istočne Evrope uključujući i Srbiju.

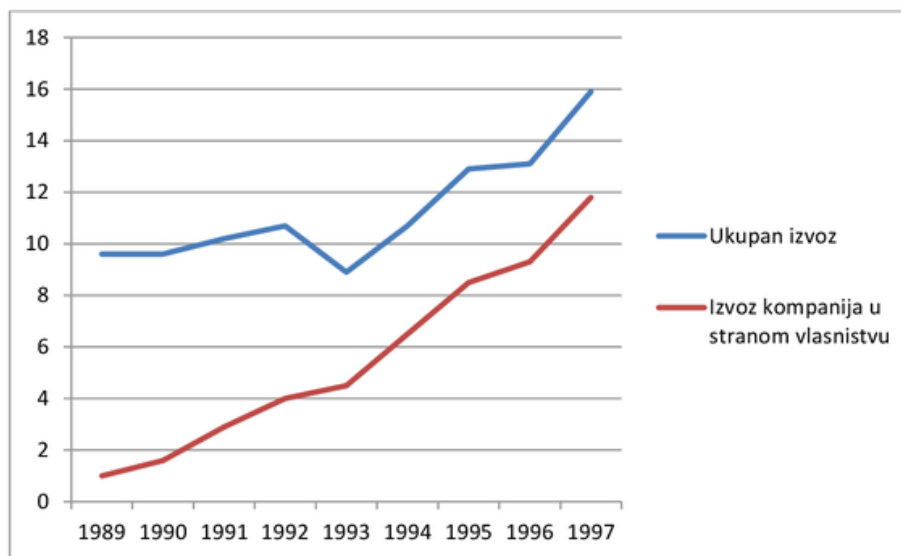
3.3. Uticaj stranih direktnih investicija na promenu strukture i specijalizaciju uvoza i izvoza

Prestankom postojanja Saveta za uzajamnu ekonomsku pomoć (SEV) na početku tranzicionog procesa, međusobna trgovinska razmena između zemalja centralne i istočne Evrope drastično je smanjena. Ujedno, došlo je i do zaokreta u geografskoj usmerenosti tokova trgovine. Najveći trgovinski partner postaje Evropska Unija, a to najbolje pokazuje podatak da je 1984.godine svega 30% izvoza tranzicionih zemalja centralne i istočne Evrope išao u Evropsku Uniju, a 1993.godine čak 60%. Ostvarenje profita na zapadnim tržištima, na kojima je nivo konkurencije daleko veći nego u tranzicionim zemljama, kao i standardi kvaliteta, zavisio je od sposobnosti određene zemlje da prilagodi strukturu izvoza i da se specijalizuje za proizvodnju određene vrste proizvoda. Strane direktne investicije mogu u velikoj meri pomoći u tom procesu. Pojavom recesije na samom početku tranzicionog procesa udeo zemalja centralne i istočne Evrope u globalnom robnom izvozu smanjio se sa 3.1% (1990.godina) na 2.7% (1991.godina), a od tada beleži konstantan rast. (Stanišić, 2008, str. 330).

Jedna od zemalja u kojoj su SDI imale izuzetno važnu ulogu u transformaciji uvozne i izvozne strukture je Mađarska, pa je komparativna analiza uticaja SDI na specijalizaciju i restrukturiranja uvoza i izvoza izvršena na primeru Srbije i Mađarske. Promena geografske orijentacije izvoza Mađarske započela je osamdesetih godina prošlog veka, a značajno se ubrzala na početku procesa tranzicije (npr. samo trećina ukupnog izvoza je bila namenjena EU 1990.godine, da bi 1996.godine čak dve trećine ukupnog izvoza bilo namenjeno EU). Mađarska je uspela da na samom početku tranzicionog procesa privuče značajan nivo stranih ulaganja (od kojih su veliki udeo činile greenfield investicije) u sektor prerađivačke industrije, koje su bile

orijentisane ka izvozu, što je prikazano na grafikonu 31. Na grafikonu je jasno uočljiv rast udela kompanija u stranom vlasništvu u ukupnom izvozu (sa 10.41% 1989.godine na 74.21% u 1997.godini).

Grafikon 31: Izvoz Mađarske u periodu od 1989-1997.godine, u milijardama dolara



Izvor: Autorov rad, na osnovu podataka Kaminski,B. i Riboud,M. (1999), str.17

Pre započinjanja strukturne analize uvoza i izvoza, neophodno je izvršiti analizu tehnološke strukture kumulativnog nivoa stranih direktnih investicija u prerađivačkoj industriji koja je prikazana u tabeli 27, a odnosi se na podatke na kraju 2014.godine. Primećuje se da je Mađarska imala daleko više uspeha u procesu privlačenja stranih ulaganja sa upotrebom visoke i srednje visoke tehnologije, dok u Srbiji ima mnogo više ulaganja sa upotrebom niske tehnologije. Mađarska je privukla značajne investicije u proizvodnju TV i telekomunikacione opreme, optičkih instrumenata kao i proizvodnju putničkih automobila.

Analizirajući podatke iz tabela 28 i 29 može se uočiti da je Mađarska promenila kako uvoznju tako i izvoznju strukturu privlačenjem ovakvih vrsta stranih investicija. Nije se dogodila značajnija promena izvozne strukture u razdoblju od 1990-1995. Period od 1995-2000.godine karakteriše nagla transformacija izvozne strukture, učešće gotovih proizvoda u ukupnoj valorizaciji izvoza povećalo se sa 65.9% na 86.1%, a izuzetno je upečatljivo povećanje učešća mašina i transportne opreme sa 25.2% na 59.6%.

Tabela 27: Tehnološka struktura kumulativnog nivoa stranih direktnih investicija u prerađivačkoj industriji Srbije i Mađarske

Srbija		Mađarska	
Visoka tehnologija	2.12%	Visoka tehnologija	18.36%
Srednje visoka tehnologija	33.17%	Srednje visoka tehnologija	44.63%
Srednje niska tehnologija	28.71%	Srednje niska tehnologija	23.13%
Niska tehnologija	36.00%	Niska tehnologija	13.89%

Izvor: Boljanović (2013, str.42)

Transformacija izvozne strukture prema proizvodima većeg nivoa finalizacije i veće dodate vrednosti nije moguće bez osavremenjivanja proizvodnog procesa, primene najnovijih tehničko-tehnoloških inovacija, implementacije modernih metoda kontrole i upravljanja, a sve to su omogućile strane direktne investicije (oko 40% ukupnog priliva SDI u Mađarskoj u periodu od 1990-1996.godine čine ulaganja u sektor prerađivačke industrije). Proizvodni kapaciteti locirani u Mađarskoj su se integrisali u globalnu mrežu proizvodnje i trgovine uz pomoć prisustva afilijacija gigantskih multinacionalnih kompanija i pristupa njihovim kanalima distribucije (intrafirm trgovini). U ove kompanije spadaju IBM, General Electric, General Motors, Suzuki, Volkswagen, Philips, itd. Tabela 28 pokazuje da u periodu od 2000-2014.godine nije zabeležena značajnija transformacija izvozne strukture, udeo gotovih proizvoda u ukupnoj valorizaciji izvoza je blago opao, sa 86.1 na 83.2%, pri čemu je učešće mašina i transportne opreme opalo sa 59.6% na 53.7%. Ova pojava predstavlja očekivani proces i nastaje kao posledica približavanje strukture izvoza Mađarske svom punom potencijalu, na šta sugerise i podatak da je struktura izvoza Mađarske postala veoma slična izвозnoj strukturi ekonomski razvijenih zemalja. Blagi pad udela gotovih proizvoda i mašina i transportne opreme u ukupnom izvozu posledica je u izvesnoj meri i globalne recesije, koja je počela 2008.godine.

Tabela 28: Struktura izvoza Mađarske po glavnim sektorima SMTK, rev.4, 1990-2014

	1990	1995	2000	2005	2014
1. Hrana	22.8	20.7	7.3	6.2	8.4
2. Poljoprivredne sirovine	2.8	2.3	1	0.6	0.7
3. Goriva	3.1	3	1.6	2.6	3.5
4. Rude i metali	5.9	4.8	2.2	1.9	1.5
5. Gotovi proizvodi	62.8	65.9	86.1	85	83.2
5.1. Hemijski proizvodi	12.4	11	6.1	7.9	10.4
5.2. Mašine i transportna oprema	25.6	25.2	59.6	59.7	53.7.
5.3. Razni gotovi proizvodi	24.7	29.7	20.4	17.5	19.2
6. Neraspoređeno	2.6	3.3	3.7	0	2.7

Izvor: Boljanović (2013, str.43) i Unctad Handbook of statistics, različita izdanja

Promena strukture izvoza nije bila moguća bez transformacije uvozne strukture, što je prezentovano u tabeli 29. Uvozna struktura je promenjena na početku tranzicionog procesa (1990-1995), što nije bio slučaj sa izvozom, a izrazito upečatljiv je rast učešća mašina i transportne opreme u vrednosti ukupnog uvoza sa 20.8 % na 30.1%. Ova pojava se mogla očekivati usled, kao što je navedeno u prethodnom delu rada, visokog kumulativnog nivoa neproduktivnog kapitala koji je odlikovao zemlje u tranziciji u regionu centralne i istočne Evrope, pa je uvoz savremenih mašina i opreme bio uslov za redukovanje tehnološkog zaostatka i rast konkurentnosti privrede. Postojanje određenog vremenskog zakašnjenja u promeni izvozne strukture nakon uvoza moderne tehnologije objašnjava se time da izgradnja novih kapaciteta za proizvodnju (ili modernizovanje već postojećih) i početak proizvodnje zahteva izvesno vreme. Najveća transformacija u uvoznoj strukturi Mađarske desila se u identičnom periodu kada i velika transformacija u izvoznoj strukturi (u periodu od 1995-2000). Učešće mašina i transportne opreme povećalo se sa 30.1 % na 50.9%. U strukturi uvoza, kao i u slučaju izvoza, došlo je do blagog

pada udela gotovih proizvoda i mašina i transportne opreme u periodu od 2000-2014.godine.

Tabela 29: Struktura uvoza Mađarske po glavnim sektorima SMTK, rev.4,1990-2014

	1990	1995	2000	2005	2014
1.Hrana	7.6	5.7	2.9	4.1	5.2
2.Poljoprivredne sirovine	3.6	3	4.5	1.1	1.2
3.Goriva	14.2	11.9	1.8	10.1	12.1
4.Rude i metali	3.8	4.3	2.7	1.9	2.4
5.Gotovi proizvodi	70.4	75.1	83.9	77.5	73.9
5.1.Hemijski proizvodi	14.9	14.5	8.6	9.1	10.9
5.2.Mašine i transportna oprema	20.8	30.1	50.9	49.8	44.4
1 5.3.Razni gotovi proizvodi	34.6	30.5	24.3	19.5	18.6
6.Neraspoređeno	0.4	0	4.2	5.3	5.2

Izvor: Boljanović (2013, str.43) i Unctad Handbook of statistics, različita izdanja

U poređenju sa Mađarskom koja je imala uspeha u poboljšanju konkurentnosti privrede, a time i u poboljšanju izvozne strukture, Srbija nije uspeła da ostvari taj cilj. Tabela 30 prikazuje strukturu izvoza Srbije. Struktura izvoza 1990.godine (moramo naglasiti da se podaci iz 1990. godine odnose na SFR Jugoslaviju, a iz 1995 i 2000.godine na Srbiju i Crnu Goru) je bila mnogo kvalitetnija u poređenju sa izvoznom strukturom 25 godina kasnije. Smanjenje kvaliteta izvozne strukture Srbije u vremenskom razdoblju od 1990-2000.godine uzrokovano je opštom političkom, društvenom i ekonomskom situacijom i sankcijama UN-a.

Proces tranzicije u Srbiji, iako praćen prilivom SDI, nije rezultirao velikom promenom izvozne strukture ali je došlo do povećanja učešća gotovih proizvoda (sa 61.4% na 68.1%), pri čemu je izuzetno važno povećanje učešća mašina i transportne opreme sa 12.5% na 30.1 % (najviše zahvaljujući izvozu automobila proizvedenih u FIATovoj fabrici u Kragujevcu).

Tabela 30: Struktura izvoza Srbije po glavnim sektorima SMTK, rev. 4, 1990-2014

	1990	1995	2000	2005	2014
1. Hrana	7.3	28.2	17	19.8	20.1
2. Poljoprivredne sirovine	4.3	4	5.7	3	1.5
3. Goriva	2.5	2.1	0.3	3.7	3.7
4. Rude i metali	8.9	14.8	15.6	9.2	5.8
5. Gotovi proizvodi	76.7	49	61.4	64.2	68.1
5.1. Hemijski proizvodi	9.6	9	8.4	11	8.0
5.2. Mašine i transportna oprema	29.9	12.1	12.5	9.9	30.1
5.3. Razni gotovi proizvodi	37.2	27.9	40.5	43.3	31.1
6. Neraspoređeno	0.3	1.9	0	0.1	0.8

Izvor: Boljanović (2013, str.44) i Unctad Handbook of statistics, različita izdanja

U poređenju sa Mađarskom, koja je privukla značajan nivo SDI u sektor prerađivačke industrije, strane direktne investicije u Srbiji su u najvećoj meri vezane za sektor usluga. Takođe treba naglasiti da su strane direktne investicije u Mađarskoj uglavnom predstavljale greenfield investicije koje su najkvalitetniji oblik stranih investicija jer imaju direktan uticaj na rast nivoa bruto investicija u zemlji domaćinu. U poređenju sa Mađarskom, u Srbiji su SDI u sektoru industrije uglavnom vezane za proces privatizacije (možemo reći u suštini da se radi o promeni vlasništva, a ne o investicijama koje povećavaju nivo bruto investicija). Na osnovu poređenja tabela 28 i 30 uočava se da je izvozna struktura Srbije na polovini druge decenije 21. veka gotovo identična izвозnoj strukturi Mađarske početkom procesa tranzicije i da je Srbija konkurentna kada su u pitanju proizvodi niže faze finalizacije i manje dodate vrednosti.

Slično kao i sa izvozom, i kvalitet uvozne strukture se smanjio u poređenju sa periodom od pre 25 godina, što je prezentovano u tabeli 31. Procena da će početak tranzicionog procesa dovesti do velikog rasta učešća mašina i transportne opreme, kako bi se osavremenila proizvodnja i smanjio tehnološki jaz za razvijenim

zemljama, nije bila tačna (udeo mašina i transportne opreme porastao je neznatno, sa 21.1% na 25%). Poređenjem podataka iz 2000 i 2014.godine uočava se čak smanjenje kvaliteta strukture uvoza imajući u vidu da se smanjio udeo goriva i sirovina neophodnih za industrijsku proizvodnju, ali neophodno je naglasiti da je globalna ekonomska kriza takođe uticala na ovu pojavu.

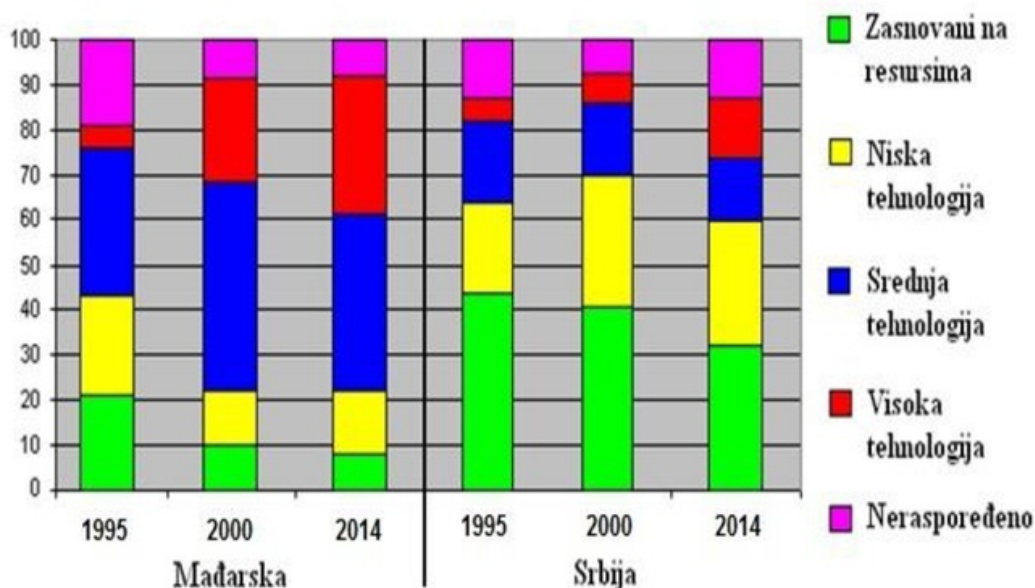
Tabela 31: Struktura uvoza Srbije po glavnim sektorima SMTK, rev.4, 1990-2014

	1990	1995	2000	2005	2014
1. Hrana	12	14.2	9.3	7.1	7.6
2. Poljoprivredne sirovine	4.7	4.1	3.5	1.5	1.6
3. Goriva	17	13.9	20.1	19.4	14
4. Rude i metali	3.6	7.1	3.6	6.2	4
5. Gotovi proizvodi	62.3	59.8	57.8	65.5	61.9
5.1. Hemijski proizvodi	12.5	14.3	14.6	14	14.4
5.2. Mašine i transportna oprema	26.6	19.4	21.1	25.7	25
5.3. Razni gotovi proizvodi	23.2	26.1	22.1	25.8	22.5
6. Neraspoređeno	0.4	0.9	5.7	0.3	10.9

Izvor: Boljanović (2013, str.46) i Unctad Handbook of statistics, različita izdanja

Za izradu proizvoda većeg stepena finalizacije koji su konkurentni i po ceni i po kvalitetu potrebna je upotreba moderne tehnologije koja prouzrokuje porast ponude, efikasniju upotrebu faktora proizvodnje, poboljšanje karakteristika proizvoda i rast prihoda po osnovu izvoza. Grafikon 32 prikazuje tehnološku strukturu izvoza Srbije i Mađarska koja je izrađena korišćenjem klasifikacije po robnim grupama SMTK (za metodologiju pogledati prilog, tabelu 2). Radno i resursno intenzivni proizvodi se stvaraju upotrebom niske tehnologije i imaju niži nivo obrade i manju dodatnu vrednost, dok proizvodi stvoreni upotrebom visoke tehnologije imaju viši nivo obrade i veću dodatnu vrednost, što se odražava na vrednost izvoza.

Grafikon 32: Tehnološka struktura izvoza Mađarske i Srbije, 1995 – 2014



Izvor: Autorov rad, kalkulacija za Mađarsku (1995 i 2000) je iz Hungarian National Bank (2009), str.13, ostalo kalkulacija autora na osnovu podataka UN Comtrade-a i UNCTADstat-a

Sa grafikona se uočava da je kvalitet izvoza Mađarske u velikoj meri poboljšan u vremenskom razdoblju od 1995.-2000. godine, pri čemu je impozantno povećanje proizvoda stvorenih upotrebom srednje i visoke tehnologije i smanjenje učešća proizvoda nižeg stepena obrade. U vremenskom razdoblju od 2000-2014.godine došlo je i do kvalitativnog poboljšanja izvoza (što nije moglo biti uočeno opažanjem isključivo izvozne strukture po glavnim sektorima SMTK) rastom učešća proizvoda stvorenih upotrebom visoke tehnologije. Kada je Srbija u pitanju postoji značajna razlika u poređenju sa tehnološkom strukturom izvoza Mađarske, s obzirom da većinu čine resursni proizvodi stvoreni upotrebom niske tehnologije. Na početku milenijuma skoro 70% izvoza Srbije činili su proizvodi nižeg stepena obrade, a u 2014.godini učešće ovih proizvoda je manji od 60% (u istoj godini u Mađarskoj učešće ovih proizvoda je manji od 20%) pa se može zaključiti da se kvalitet izvoza Srbije blago poboljšao, a identičan zaključak se dobija na osnovu posmatranja učešća proizvoda stvorenih upotrebom visoke tehnologije (došlo je do povećanja sa 5.80% na 12.70%).

Povećanje izvoza Srbije u prethodnim godinama nije pratilo značajnije poboljšanje kvaliteta strukture izvoza već povećanje izvoza proizvoda nižeg stepena obrade, a situacija je slična početku osamdesetih godina prošlog veka, kada je na snazi bila politika "izvoza po svaku cenu", kao posledica nepovoljne platnobilansne situacije. Komparacija tehnološke strukture izvoza Srbije sa sektorskom distribucijom stranih direktnih investicija prema tehnološkoj strukturi, prezentovanoj u tabeli 27, pokazuje da postoje prilične sličnosti imajući u vidu da je najviše stranih direktnih investicija bilo usmereno u grane sa upotrebom niske i srednje niske tehnologije.

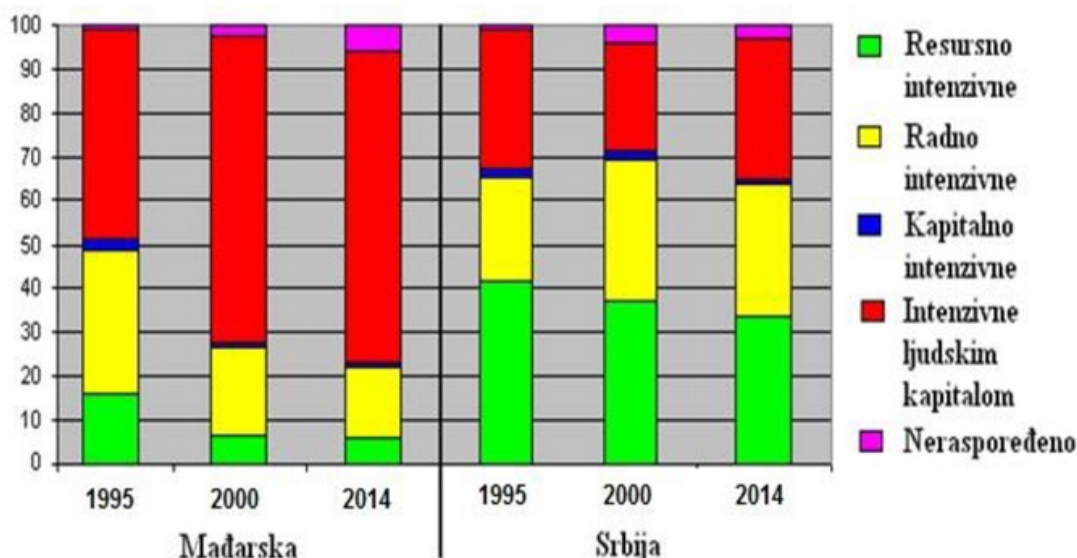
Heckscher-Ohlin-ov model sugerise da će zemlja, zavisno od raspoloživih proizvodnih faktora (u te faktore spadaju zemlja, radne snaga i kapital), vršiti izvoz robe za čiju proizvodnju su neophodni faktori kojima obiluje, a vršiće uvoz robe za čiju proizvodnju su neophodni faktori koji joj nedostaju. Imajući u vidu, da tranzicione zemlje imaju na raspolaganju dosta jeftinu radnu snagu i prirodna bogatstva, ove zemlje bi trebalo da izvoze radno i resursno intenzivne proizvode. Faktorska struktura izvoza Mađarske u ranom periodu tranzicionog procesa bila je u skladu sa Heckscher-Ohlin-ovom hipotezom, jer su izvoz pretežno sačinjavali proizvodi zasnovani na prostom radu i prirodnim resursima. Preorijentacija prema kapitalno intenzivnoj proizvodnji i proizvodnji u kojoj se angažuju visoko obrazovani stručnjaci dogodila se uz pomoć priliva SDI, koje su izvršene kako bi se iskoristio značajan nivo radne snage sa visokim stepenom obrazovanja dostupne po relativno maloj ceni rada (u poređenju sa cenama rada zapadnih zemalja).

Grafikon 33 pokazuje faktorsku intenzivnost ¹ mađarskog i srpskog izvoza (poput tehnološke strukture izvoza, ona je mera kvaliteta izvoza, ali iz nešto drugačijeg ugla). Grafikon je izrađen na osnovu Legler-Schulmeister-ove metodologije, koja se nalazi u prilogu, u tabeli 3. Neophodno je naglasiti da se ovom metodologijom ne može analizirati izvoz primarnog sektora već se samo može analizirati faktorska intenzivnost izvoza prerađivačke industrije. Resursno intenzivne grane su grane sa visokim učešćem poljoprivrednih i ¹ rudnih sirovina (primarnih proizvoda), radno intenzivne grane se baziraju na niskom kvalifikovanom radu (npr. proizvodnja kože, papira, tekstila, obuće), grane intenzivne ljudskim kapitalom su one koje proizvodnju baziraju na visokom kvalifikovanom radu (kao što je rad inženjera, naučnika, istraživača), a u kapitalno intenzivne grane su u skladu sa ovom metodologijom

1

uvršćene kapitalno intenzivne grane koje prethodno nisu svrstane u resursno intenzivne i intenzivne ljudskim kapitalom.

Grafikon 33: Faktorska intenzivnost izvoza prerađivačke industrije Mađarske i Srbije, 1995 – 2014



Izvor: Autorov rad, kalkulacija za Srbiju (2000) je iz Jefferson Institute (2003), str.115, ostalo kalkulacija autora na osnovu podataka UN Comtrade-a i UNCTADstat-a

Grafikon pokazuje da Mađarska ima daleko bolju faktorsku intenzivnost izvoza od Srbije. U vremenskom razdoblju od 1995-2000.godine, primetno je veliko poboljšanje faktorske intenzivnosti izvoza Mađarske, dok je početkom novog veka primetna stagnacija faktorske intenzivnosti i mađarskog i srpskog izvoza. U slučaju Srbije, izvoz pretežno čine proizvodi zasnovani na upotrebi nisko kvalifikovane radne snage i resursa, što je karakteristika nerazvijenih zemalja.

Na osnovu do sada prezentovanih pokazatelja, može se doneti zaključak da je Mađarska putem reformi u procesu tranzicije, privatizacijom i najviše privlačenjem SDI uspela da izvrši transformaciju, tj. tranziciju izvozne strukture ka proizvodima većeg stepena obrade. „Srpska tranzicija“, međutim, ogleda se ne u tranziciji već u stagnaciji uvozne i izvozne strukture (u najboljem slučaju reč je o blagom poboljšanju strukture izvoza odnosno uvoza). Sa ovog gledišta, sa pravom se postavlja pitanje o

započinjanju tranzicije ukoliko je stepen konkurentnosti industrije identičan periodu koji je prethodio početku tranzicionog procesa i mogućnostima za postizanje boljih performansi u budućem periodu. Da li Srbija, kao i zemlje koje su bile uspješnije u tranzicionom procesu, može izvršiti veliku transformaciju strukture izvoza prema većem učešću proizvoda višeg stepena obrade u narednim godinama? Odgovor na ovo pitanje najviše zavisi od nivoa privlačenja SDI, kao i oblika i sektorske distribucije stranih ulaganja. Imajući u vidu da je šansa za privlačenje SDI vezanih za privatizacioni proces gotovo iscrpljena, potrebno je aktivirati najkvalitetniji oblik SDI - izvozno orijentisane greenfield investicije.

Promena tehnološke strukture i faktorske intenzivnosti izvoza znači da je došlo do promene u specijalizaciji izvoza. Teorija apsolutnih prednosti Adama Smita sugerše da bi zemlje trebalo da se specijalizuju za izvoz proizvoda u čijoj proizvodnji poseduju apsolutnu prednost u poređenju sa ostalim zemljama. Stepem specijalizacije proizvodnje određenih proizvoda pod uticajem je dostupnosti prirodnih, ljudskih i tehničkih resursa. S obzirom da stranim direktnim investicijama može doći do transfera savremene tehnologije, kreiranja humanog kapitala i povećanja produktivnosti rada, takve promene mogu da dovedu do promene u specijalizaciji proizvodnje i izvoza.

Stepen specijalizacije određene zemlje može se analizirati posmatranjem ¹ grupe izvoznih proizvoda sa najvećim učešćem u ukupnom izvozu. Kada su Mađarska i Srbija u pitanju, biće posmatrano 10 grupa proizvoda SMTK sa najvećim učešćem u ukupnom izvozu, a to je prezentovano u tabelama 32 i 33.

Tabela 32 sugerše da se povećala specijalizacija izvoza Mađarske. Učešće 10 grupa proizvoda SMTK sa najvećim učešćem u ukupnom izvozu povećalo se sa 28,08 % (u 1995.godini) na 43% u 2014. godini. Čak 8 od 10 grupa proizvoda pripada 7. sektoru SMTK (mašine i transportna oprema), što je značajno više u poređenju sa 1995.godinom kada su svega 4 grupe proizvoda bile iz 7.sektora. Na osnovu ovoga mogu se potvrditi prethodno doneti zaključci o transformaciji tehnološke strukture i faktorske intenzivnosti izvoza. Pored toga, uočava se da su 4 grupe proizvoda iz 7.sektora koje su 1995.godine bile među ⁸⁸ 10 sa najvećim udelom u izvozu zadržale i povećale učešće u ukupnom izvozu, na osnovu čega se može zaključiti da su strane direktne investicije dovele do poboljšanja specijalizacije i

većeg eksploataisanja prisutnih komparativnih prednosti. Pod uticajem stranih direktnih investicija u sektoru prerađivačke industrije došlo je do drastične promene komparativnih prednosti Mađarske, što je imalo uticaj na transformaciju vrste i stepena specijalizacije izvoza.

Tabela 32: 10 grupa proizvoda ¹ SMTK sa najvećim udelom u ukupnom izvozu Mađarske

Godina: 1995			Godina: 2014		
SMTK	Opis	u % izvoza	SMTK	Opis	u % izvoza
¹ 334	Ulja od nafte i minerala	3.72	781	Putnički automobili	8.4
¹ 012	Ostalo meso i jestivi otpaci, sveže, smrznuto	3.72	713	Klipni motori sa unutrašnjem sagorevanjem	6.9
713	Klipni motori sa unutrašnjem sagorevanjem	3.27	764	Telekomunikaciona oprema	5.3
¹ 784	Delovi, pribor za motorna vozila	3.21	784	Delovi, pribor za motorna vozila	4.5
773	Oprema za distribuciju električne energije	2.72	772	Električni aparati za strujna kola	3.8
851	Obuća	2.53	542	Lekovi	3.4
542	Lekovi	2.27	752	Mašine za AOP jedinice	2.7
842	Ženski kaputi, ogrtači	2.26	874	Kontrolni uređaji, uređaji za merenje	2.7
778	Električne mašine, aparati, nn	2.23	778	Električne mašine, aparati, nn	2.7
684	Aluminijum	2.15	761	Televizijski prijemnici	2.6
UKUPNO		28.08	UKUPNO		43

Izvor : Boljanović (2013, str.46) i Unctad Handbook of statistics 2015

U slučaju Srbije, međutim, na osnovu tabele 26, primećuje se da se dogodilo smanjenje specijalizacije izvoza. Učešće 10 grupa proizvoda SMTK sa najvećim učešćem u ukupnom izvozu redukovao se sa 36.32 % (1995.godine) na 35.20% (2014.godine). Učešće 10 grupa proizvoda SMTK sa najvećim učešćem u ukupnom izvozu bi bio značajno manji da nije bilo investicije FIAT-a, što sugerise da je spoljnotrgovinska liberalizacija uticala na diversifikaciju izvoza. Izvozno svaštarenje nam govori da se zemlja nije specijalizovala za proizvodnju i plasman određene grupe proizvoda i takođe ukazuje na stagnantnu konkurentnost na stranim tržištima. Takođe ovo sugerise na nedostatak izvoznih strategija.

Tabela takođe pokazuje da srpski izvoz čine grupe proizvoda sa nižim stepenom obrade što je u skladu sa prethodno iznetim zaključcima o tehnološkoj strukturi i faktorskoj intenzivnosti izvoza Srbije. Niska specijalizacija izvoza Srbije ima i određenih pozitivnih strana, u vidu smanjene izloženosti riziku iznenadne redukcije izvozne aktivnosti kao posledica eksternih šokova i smanjena tražnje za odgovarajućim izvoznim proizvodima. Pojava svetske ekonomske 2008.godine dovela je do pada industrijske proizvodnje na svetskom nivou i manje tražnje za repromaterijalom i sirovinama, kao i do smanjenja njihove cene, što je imalo negativan uticaj na vrednost izvoza Srbije, a taj negativni uticaj bi bio još snažniji da je postojao veći stepen specijalizacije izvoza.

Na osnovu analize učešća grupe proizvoda sa najvećim učešćem u izvozu u ukupnoj globalnoj trgovini, koja je prezentovana u tabeli 34 (analiza obuhvata grupe proizvoda sa najvećim učešćem u izvozu 2014.godine) primećuje se da grupe proizvoda koji imaju najveće učešće u izvozu Mađarske imaju daleko veći udeo u ukupnoj globalnoj trgovini. Ovo ukazuje da je tražnja za tim proizvodima na globalnom nivou daleko veća od grupe proizvoda koje imaju najveće učešće u izvozu Srbije. Razlika bi bila izraženija da se nije dogodilo veliko povećanje izvoza teške nafte i bitumenskog ulja na globalnom nivou, kao posledica velikog smanjenja cene naftnih derivata.

Tabela 33: 10 grupa proizvoda **SMTK** sa najvećim udelom u ukupnom izvozu Srbije

Godina: 1995			Godina: 2014		
SMTK	Opis	u %	SMTK	Opis	u %
682	Bakar	8.24	781	Putnički automobili	12.7
058	Voće i proizvodi (osim sokova)	4.86	773	Oprema za distribuciju električne	3.8
041	Pšenica i napolica, u zrnju	3.84	625	Gume za automobile i sl.	2.8
122	Duvan, prerađen	3.43	682	Bakar	2.6
684	Aluminijum	3.41	058	Voće i proizvodi (sem sokova)	2.5
673	Valjani proizvodi, neplatirani	3.07	044	Kukuruz, u zrnju	2.4
044	Kukuruz u zrnju	2.41	893	Proizvodi od plastike, nn	2.2
821	Nameštaj i delovi	2.40	775	Uređaji za domaćinstvo	2.2
773	Oprema za distribuciju električne	2.39	334	Teška nafta, bitumensko ulje	2.00
248	Drvo, prosto obrađeno, i pragovi od	2.27	821	Nameštaj za spavaću sobu	2.00
UKUPNO		36.32	UKUPNO		35.20

Izvor: RSZ i Unctad Handbook of statistics 2015

U slučaju srpskog izvoza može se uočiti da je došlo do blagog porasta udela ovih grupa proizvoda u ukupnoj svetskoj trgovini od 2000-2014. godine, bez obzira na svetsku ekonomsku krizu, pa možemo zaključiti na osnovu toga da ove grupe proizvoda nemaju veliku elastičnost tražnje. Takođe možemo primetiti da samo 2 grupe proizvode čine više od 1% ukupne svetske trgovine (u slučaju Mađarske čak 9 grupa proizvoda čine više od 1% ukupne svetske trgovine). U slučaju mađarskog izvoza vidimo da globalna recesija uticala na smanjenje udela određenih grupa proizvoda (u pitanju su u najvećoj meri telekomunikaciona oprema, putnički automobili, delovi za motorna vozila, mašine za AOP jedinice) u ukupnoj globalnoj

trgovini, na osnovu čega ¹ možemo zaključiti da ove grupe proizvoda imaju elastičnu tražnju, dok kod npr. u slučaju lekova, kod kojih je tražnja neelastična, došlo do rasta njihovog učešća u ukupnoj globalnoj trgovini.

¹
Tabela 34: Učešće 10 grupa proizvoda sa najvećim udelom u izvozu (2014. godine) u ukupnoj svetskoj trgovini

Srbija					Mađarska				
SMTK	Opis	2000	2007	2014	SMTK	Opis	2000	2007	2014
781	Putnički automobili	4.76%	4.46%	3.73%	781	Putnički automobili	4.76%	4.46%	3.73%
773	Oprema za distribuciju električne	0.68%	0.66%	0.68%	713	Klipni motori sa unutrašnjem	1.09%	1.04%	0.89%
625	Gume za automobile i sl.	0.39%	0.43%	0.47%	764	Telekomunikaciona oprema	3.50%	2.99%	3.33%
682	Bakar	0.52%	0.89%	0.67%	784	Delovi, pribor za motorna vozila	2.24%	2.13%	2.03%
058	¹ Voće i proizvodi (sem sokova)	0.09%	0.10%	0.11%	772	Električni aparati za strujna kola	1.51%	1.33%	1.37%
044	¹ Kukuruz, u zrnju	0.14%	0.15%	0.17%	542	Lekovi	1.19%	1.97%	1.86%
893	¹ Proizvodi od plastike, nn	0.85%	0.78%	0.84%	752	Mašine za AOP jedinice	3.12%	2.19%	1.94%
775	Uređaji za domaćinstvo	0.57%	0.58%	0.56%	874	Kontrolni uređaji, uređaji za merenje	1.14%	1.01%	1.03%
334	Teška nafta, bitumensko ulje	2.55%	3.89%	5.14%	778	Električne mašine, aparati, nn	1.63%	1.29%	1.28%
821	Nameštaj za spavaću sobu	0.96%	0.91%	0.92%	761	Televizijski prijemnici	0.45%	0.64%	0.48%
UKUPNO		11.51%	12.86%	13.30%	UKUPNO		20.63%	19.05%	17.94%

Izvor : Boljanović (2013, str.52) i Unctad Handbook of statistics 2015

¹ Kao jedan od metoda za analizu stepena specijalizacije na nivou celog izvoza, u literaturi se upotrebljava Herfindhall-Hirshmann-ov indeks koncentracije (Hirschman, 1964). Indeks koncentracije može imati vrednost između 0 i 1. Što je vrednost indeksa koncentracije bliža 0 to je specijalizacija niža, jer je tada prisutna značajna disperzija posmatrane pojave. Indeks koncentracije izvoza izračunava se na osnovu jednačine (Boljanović, 2013, str.53) :

$$H_j = \frac{\sqrt{\sum_{i=1}^n \left(\frac{x_i}{X} \right)^2} - \sqrt{1/n}}{1 - \sqrt{1/n}} \quad (14)$$

¹ H_j - indeks koncentracije izvoza određene zemlje;

x_i - vrednost izvoza određenog proizvoda;

X - vrednost ukupnog izvoza;

n - broj proizvoda.

Tabela 35 sadrži ind¹ekse koncentracije zemalja centralne i istočne Evrope. Indeksi su kreirani na osnovu podataka o onim grupama proizvoda (SMTK, rev.4) koji imaju vrednost izvoza veću od 100.000 \$ ili učešće u ukupnom izvozu od minimum 0.3%.

Tabela pokazuje da je, u 2014.godini, kod čak 5 od 16 zemalja zabeležena niža vrednost indeksa koncentracije u poređenju sa Srbijom, što sugerise o postojanju niske specijalizacije i izvoznog "svaštarenja". Manje države, uglavnom, imaju skromne resurse i nedovoljnu veličinu lokalnog tržišta pa nisu u mogućnosti da vrše razvoj svih grana privrede i izvrše izvoznu diferzifikaciju već primenjuju strategiju razvijanja onih grana privrede u kojima imaju mogućnost ostvarenja komparativne prednosti (reč je o granama zasnovanim na nisko kvalifikovanom radu i resursima). Takve zemlje, po pravilu, imaju veće vrednosti indeksa koncentracije, kao npr. u slučaju Crne Gore i Albanije u prezentovanoj tabeli, koje predstavljaju zemlje sa najvećom vrednošću indeksa koncentracije u 2014.godini. Niže vrednosti indeksa koncentracije u zemljama koje imaju bolju izvoznu strukturu objašnjavaju se širokim dijapazonom gotovih proizvoda napravljenih u tim zemljama, čim¹² su one u mogućnosti da imaju superioran tržišni položaj na globalnom nivou u odnosu na druge zemlje centralne i istočne Evrope. Izvozna struktura u kojoj preovlađuju proizvodi većeg stepena obrade pruža mogućnost ovim zemljama da ostvare bolju valorizaciju izvoza, a izvozna diversifikacija redukuje njihovu izloženost riziku

vezanom za promene na globalnom tržištu. Imajući u vidu izvoznu strukturu, Srbija bi trebalo da pripada grupi zemalja sa većim nivoom izvozne koncentracije, a podatak da u okviru posmatranog uzorka ima jednu od najnižih vrednosti koeficijenata koncentracije ne predstavlja dokaz konkurentnosti privrede Srbije i velikog broja proizvoda koji se mogu prodati na globalnom tržištu već o nedostatku strategija vezanih za izvoz i autentičnog srpskog proizvoda. Tabela pokazuje da je došlo do pogoršanja indeksa koncentracije kod većine zemalja u poređenju sa 2000. godinom, što je očekivano nakon rasta deficita tekućeg računa koji je aktivirao politiku "izvoza po svaku cenu".

Tabela 35: Indeksi koncentracije i diverzifikacije izvoza tranzicionih zemlje centralne i istočne Evrope

Zemlja	Indeks koncentracije		Indeks diverzifikacije	
	2000	2014	2000	2014
1 Albanija	0.251	0.297	0.746	0.701
BiH	0.211	0.104	0.663	0.614
Bugarska	0.129	0.105	0.536	0.441
Česka	0.085	0.113	0.426	0.430
Crna Gora		0.234		0.711
Estonija	0.219	0.118	0.579	0.429
Hrvatska	0.078	0.094	0.555	0.474
Letonija	0.209	0.096	0.683	0.436
Litvanija	0.162	0.142	0.553	0.453
Madžarska	0.124	0.113	0.360	0.421
Makedonija	0.183	0.189	0.658	0.698
Poljska	0.077	0.065	0.432	0.387
Rumunija	0.132	0.099	0.550	0.418
Slovačka	0.152	0.175	0.494	0.460
Slovenija	0.105	0.158	0.454	0.475
Srbija	0.104	0.105	0.594	0.521

Izvor: UNCTADstat

Indeks diverzifikacije izvoza služi kao pokazatelj razlike između strukture izvoza određene zemlje i strukture prosečnog izvoza na globalnom nivou. Indeks diverzifikacije može imati vrednost između 0 i 1. Što je vrednost indeksa diverzifikacije bliža 0 prisutna je manja razlika u poređenju sa strukturom prosečnog izvoza na globalnom nivou. Zemlje sa boljom izvoznom strukturom imaju niže vrednosti indeksa diverzifikacije (Rumunija i Mađarska koje imaju najnapredniju strukturu izvoza imaju najnižu vrednost indeksa), što se vidi i iz prezentovane tabele. Srbija spada u grupu zemalja sa najvišim vrednostima indeksa diverzifikacije izvoza (veću vrednost indeksa diverzifikacije zabeležena je samo kod Albanije, BiH, Crna Gore i Makedonije), što je bilo očekivano imajući u vidu nepovoljnu izvoznu strukturu Srbije.

Komparativna analiza izvozne strukture Srbije i Mađarske prema najvažnijim grupama proizvoda SMTK, tehnološkoj strukturi i faktorskoj intenzivnosti izvoza ukazuje da dosadašnji priliv SDI, u slučaju Srbije, nije doveo do promene strukture izvoza. Na ovu pojavu su imali uticaj: nedovoljan priliv SDI, u komparaciji sa većinom zemalja u tranziciji centralne i istočne Evrope, nepovoljna sektorska distribucija (mali nivo „razmenljivih“ SDI) i vrsta stranih investicija (pretežni deo stranih ulaganja su u obliku akvizicija i kupovina preduzeća u privatizacionom procesu). Pored toga, strane afilijacije upotrebljavaju takvu vrstu tehnologije koja, uz nisku apsorpcionu sposobnost lokalnih preduzeća, ne pruža mogućnosti za manifestovanje jačih pozitivnih efekata prelivanja tehnologije.

Praksa je u slučaju Mađarske, koja je raspolagala visoko obrazovanim kadrovima, uspela da privuče investicije u grane privrede sa upotrebom visoke i srednje visoke tehnologije. Upravo iz tog razloga, preduslov za transformaciju izvozne strukture Srbije u narednom periodu je kreiranje ljudskog kapitala putem ulaganja u nauku i obrazovanje, povezivanje nauke i privrede i razvoj naučnoistraživačkih centara.

Analiza udela 10 robnih grupa sa najvećim učešćem u izvozu, indeksa koncentracije i diverzifikacije sugeriše na stagnantan nivo specijalizacije izvoza Srbije od početka procesa tranzicije. Transformacija strukture izvoza i specijalizacije može se desiti isključivo upotrebom moderne tehnologije, poboljšanjem produktivnosti rada, ulaganjem u istraživanje i razvoj, podizanjem nivoa razvoja ljudskog kapitala i korišćenjem modernih marketinških i logističkih znanja. Ukoliko oblik i sektorska

distribucija SDI budu usklađeni sa potrebama srpske privrede. SDI bi mogle imati zapaženu ulogu u tom procesu. Investicije u modernu tehnologiju i opremu, savremene procese proizvodnje kao i pozitivni efekti difuzije tehnologije u sektoru prerađivačke industrije doveli bi do rešenja problema vezanih za nisku specijalizaciju izvoza Srbije, koji se ogleda u disperzivnom izvoznom asortimanu bez autentičnog proizvoda.

Imajući u vidu velike mogućnosti za izbor odgovarajućih vidova proizvodnje u privredi Srbije, snažniji priliv SDI u sektor prerađivačke industrije odredio bi pravac i stepen specijalizacije izvoza u narednom periodu. Kašnjenje prilikom izgradnje odgovarajućeg okruženja za privlačenje stranih ulaganja, kao i svetska recesija, ne pružaju veliku nadu da će Srbija biti sposobna da u bližoj budućnosti privuče veliki nivo izvozno orijentisanih greenfield investicija, koje mogu pomoći u rešenju problema stalnog spoljnotrgovinskog deficita.

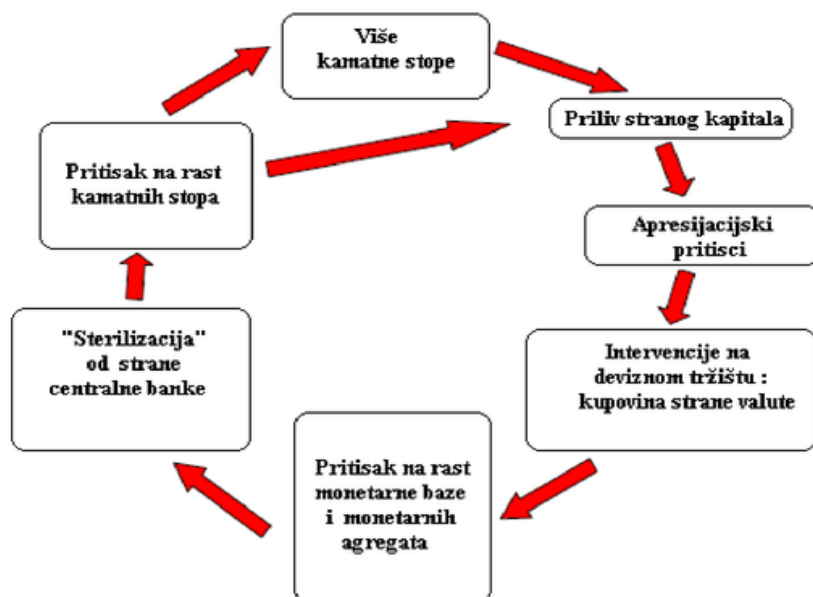
3.4. Uticaj stranih direktnih investicija na apresijaciju deviznog kursa

Kada se razmatra direktan uticaj stranih direktnih investicija na spoljnotrgovinski bilans i konkurentnost privrede uopšte, neophodno je analizirati i uticaj stranih direktnih investicija, odnosno priliva stranog kapitala uopšte, na kretanje deviznog kursa i kamatnih stopa. Uticaj priliva stranog kapitala na devizni kurs i kamatne stope prikazane su na slici 1.

Priliv stranog kapitala vrši pritisak na rast vrednosti domaće valute s obzirom na njenu povećanu tražnju. U cilju smanjenja fluktuacije deviznog kursa i prevelikog jačanja domaće valute, centralna banka interveniše na deviznom tržištu kupovinom strane valute što, s obzirom na povećanje obima domaće valute u opticaju, vrši pritisak na rast monetarne baze (primarnog novca) i monetarnih agregata. U cilju vraćanja monetarne baze na adekvatan nivo centralna banka aktivira mehanizam "sterilizacije". Sterilizacija može da se obavi direktnim putem - prodajom državnih hartija od vrednosti na otvorenom tržištu ili indirektnim putem - povećanjem eskontne stope, stope obavezne rezerve ili drugim metodama ali efekat će biti manje više isti – pritisak na rast kamatnih stopa.

Povećanje kamatnih stopa utiče na novi priliv stranog kapitala (pre svega špekulativnog koji je motivisan brzom i lakom zaradom na osnovu visokih kamatnih stopa na državne obveznice) i na taj način nastaje "začarani krug". U slučaju da centralna banka ne izvrši sterilizaciju, rast monetarne baze vodi ka pojavi inflacije što za posledicu ima apresijaciju realnog deviznog kursa.

Slika 1: Uticaj priliva stranog kapitala na devizni kurs i kamatne stope



Izvor: Barta, V. i Niedermayer, L., 2007, str. 191

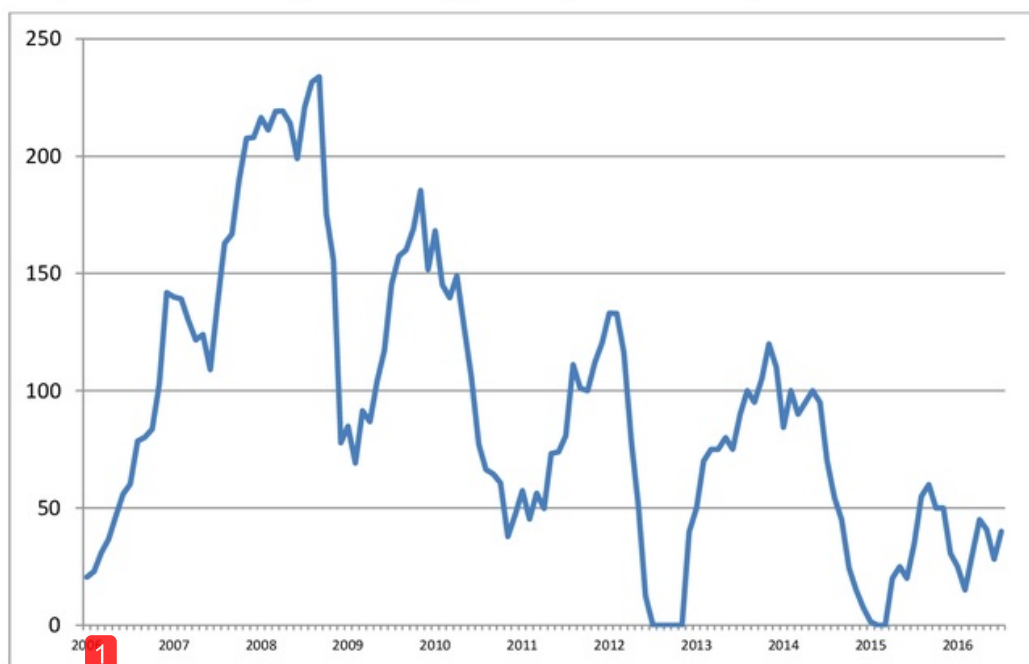
4 Narodna banka Srbije sprovodi operacije na otvorenom tržištu koje se, u zavisnosti od ciljeva, dinamike i načina sprovođenja, mogu podeliti na : glavne operacije, operacije dužih ročnosti i operacije finog podešavanja.⁵ Reverzne repo transakcije kao vrsta glavnih operacija, predstavljaju osnovni instrument u sprovođenju sterilizacije monetarne baze. U reverznoj repo transakciji centralna banka vrši prodaju repo hartija od vrednosti sa obavezom otkupa tih hartija na ugovoreni datum. Na datum prodaje hartija od vrednosti centralna banka naplaćuje kupovnu cenu hartija od banaka dok na datum reotkupa, plaća bankama kupovnu cenu uvećanu za kamatu. Hartije od vrednosti koje su predmet prodaje i ponovne kupovine predstavljaju, u stvari, osiguranje, odnosno kolateral.

⁵izvor: http://www.nbs.rs/internet/latinica/30/30_4/30_4_2/index.html

Osnovne prednosti korišćenja reverznih repo transakcija u odnosu na druge mehanizme sterilizacije predstavlja činjenica da se njima može imati relativno precizna kontrola nad stanjem domaće aktive. Sa grafikona 34, može se uočiti na osnovu nominalne vrednosti ukupno prodatih hartija od vrednosti putem reverznih repo transakcija, da je Narodna banka Srbije intenzivno koristila reverzne repo transakcije u procesu sterilizacije monetarne baze, posebno pre izbijanja svetske ekonomske krize 2008.godine.

Postoje 4 osnovna limita upotrebe operacija na otvorenom tržištu u cilju sterilizacije monetarne baze (Lee, 1996, str.5). Prvo, sposobnost da se steriliše priliv stranog kapitala je obrnuto srazmeran sa stepenom međunarodne mobilnosti kapitala. Kada postoji visoka mobilnost međunarodnog kapitala, sterilizacija postaje praktično beskorisna jer su svi napori u regulisanju nivoa monetarne baze ubrzo neutralisani novim prilivom kapitala.

Grafikon 34: Nominalna vrednost ukupno prodatih hartija od vrednosti od strane NBS putem reverznih repo transakcija, u milijardama dinara, 2006 – 2016



Izvor: Kalkulacija autora na osnovu podataka NBS (<http://www.nbs.rs>)

Calvo, Leiderman i Reinhart (1993) smatraju da odupiranje apresijaciji domaće valute, vrši pritisak na rast kamatnih stopa što privlači dodatan kapital i na taj način

se stvara kontinuirana potreba za sterilizacijom. Na kraju, troškovi sterilizacije dostižu visok nivo, što rezultuje u krajnjoj meri ili padom kamatnih stopa ili apresijacijom domaće valute. Prema njima, sterilizacija je veoma skupa i teško ju je sprovesti, a dugoročno aprecijacija postaje neizbežna jer čak i da dođe do pada kamatnih stopa i pratećeg rasta inflacije dolazi do realne apresijacije.

Reisen (1993) je kritikujući prethodno navedeno mišljenje o teškoćama vezanim za sterilizaciju, istakao da je sterilizacija jednostavna i da su najbolji primer za to azijske zemlje koje su uspele da ostvare „nemoguće trojstvo“ otvorenih finansijskih tržišta, fiksnog deviznog kursa i monetarne nezavisnosti. Frankel (1994) je ispitujući problem priliva stranog kapitala i mogućnosti monetarnih vlasti da uspešno sprovedu sterilizaciju došao do zanimljivih zaključaka. Prema njemu, sterilizacija je skupa kada je uzrok priliva stranog kapitala povećanje tražnje za novcem ili rast izvoza. Pokušaji da se sterilišu takvi prilivi kapitala dovode do porasta kamatnih stopa što za posledicu ima nove prilive, čime su sterilizacioni naponi potpuno poništeni i skupi. Sa druge strane, kada je uzrok priliva stranog kapitala eksterni šok, sterilizacione intervencije neće dovesti do rasta kamatnih stopa tako da mogu da budu održivo rešenje u kratkom roku.

Drugi limit upotrebe operacija na otvorenom tržištu u sterilizacione svrhe odnosi se na činjenicu da sterilizacioni naponi fundamentalno ne mogu da daju dugoročne rezultate ukoliko su šokovi trajni, jer sterilizacija pokušava da se izbori sa efektima a ne uzorcima pojave šoka. Kao što se pokazalo na primeru mnogih zemalja, ukoliko se ne tretiraju uzroci pojave šoka, priliv stranog kapitala će na kraju nadmašiti sterilizacione mogućnosti monetarnih vlasti. U takvim uslovima, sterilizacija može biti korisna privremena mera dok se ne identifikuje primarni uzrok pojave šoka i ne primene odgovarajuće mere koje bi ga uklonile.

Treći limit odnosi se na nerazvijenost finansijskih tržišta i visoke fiskalne troškove. Sterilizacioni kapacitet monetarnih vlasti je često ograničen nepostojanjem odgovarajućih tržišnih instrumenata, posebno u onim zemljama gde se u prošlosti sprovodila obazriva fiskalna politika. Takođe, u zemljama gde su sterilizacioni instrumenti samo kratkoročnog karaktera, prodaja dugoročnih instrumenata na otvorenom tržištu se ne može efektivno koristiti što značajno uvećava fiskalne troškove sterilizacionih operacija. Pored toga, mogućnost centralne banke da

uspešno izvrši sterilizaciju može biti ograničena nelikvidnošću i segmentiranošću domaćeg finansijskog tržišta. To se posebno odnosi na one zemlje u razvoju, koje mogu da imaju probleme da plasiraju hartije od vrednosti po razumnoj ceni ukoliko su kapaciteti lokalnog tržišta već iscrpljeni prethodnim prodajama na otvorenom tržištu.

Ako su hartije od vrednosti koje prodaje centralna banka, u cilju sterilizacije, neadekvatna zamena za strane hartije od vrednosti, centralna banka će morati da plaća veću kamatu na hartije od vrednosti koje želi da proda kako bi ohrabrila investitore da u svom portfoliju drže te hartije od vrednosti, što znatno povećava troškove sterilizacije. Takođe, rast kumulativnog nivoa državnih hartija od vrednosti, kao posledica rastuće sterilizacione aktivnosti, dovodi do poremećaja u fiskalnoj i kvazi-fiskalnoj poziciji. Negativne implikacije na rast fiskalnih troškova nastaju zbog toga što je stopa povraćaja na državni kapital uložen u stranu aktivu po međunarodnim kamatnim stopama manja od stope povraćaja na portfolio hartija od vrednosti koju centralna banka prodaje u sterilizacione svrhe. Ovi troškovi mogu dovesti do operacionih gubitaka centralne banke, što može kompromitovati njenu ulogu u sprovođenju monetarne politike.

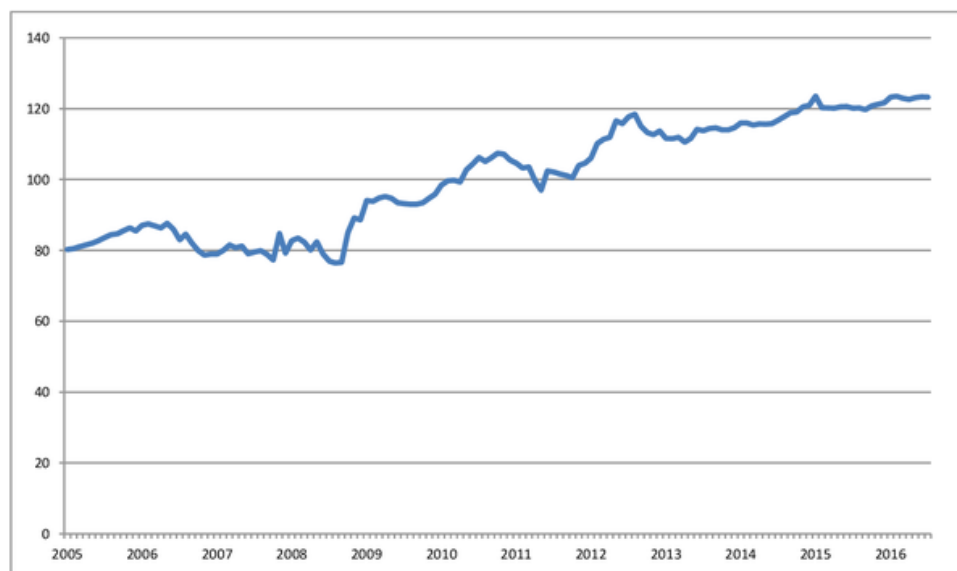
U nekim slučajevima, visoki troškovi sterilizacije uz rast deviznih rezervi mogu biti signal neodržive monetarne politike što može dovesti do priliva kratkoročnog stranog špekulativnog kapitala motivisanog mogućnošću za visoku zaradu. Calvo smatra da takvi efekti na kraju dovode u pitanje kredibilitet antiinflacione politike monetarnih vlasti što povećava mogućnost za monetizaciju duga i pojavu visoke inflacije. Upoređujući razlike u nivou kamatnih stopa u Čileu i Kolumbiji sa Argentinom koja je sledila politiku ne sterilizovanja deviznih intervencija tokom ranih 90-tih, Calvo je izrazio ozbiljnu sumnju u poželjnost sterilizacije s obzirom da je ona doprinela rastu troškova servisiranja duga u trenucima kada je zemlja pokušavala da stavi pod kontrolu rast javnog duga (Waheed, 2007, str.11).

Poslednji, četvrti limit upotrebe operacija na otvorenom tržištu u sterilizacione svrhe odnosi se na povećani kreditni rizik i opasnost od „bega“ stranog kapitala, posebno u slučaju kada se radi o kratkoročnim portfolio investicijama za koje se smatra da imaju veću reverzibilnost u odnosu na ostale vrste stranih ulaganja, pre svega strane direktne investicije.

Priliv stranog kapitala u Srbiji s obzirom na nisku apsorbcionu moć domaćeg tržišta prouzrokovao je periode snažnih apresijacija i fluktuacija nominalnog deviznog kursa, a to je bilo posebno uočljivo 2006.godine kada je snažan priliv kapitala po osnovu stranih direktnih investicija praćen apresijacijom domaće valute i rastom kreditne aktivnosti banaka. Kretanje kursa dinara prikazano je na grafikonu 35 sa koga se jasno može uočiti apresijacija deviznog kursa u 2006.godini (apresijacija realnog deviznog kursa već je analizirana u prethodnom delu rada).

U cilju sputavanja rasta kreditne aktivnosti banaka sa ciljem postizanja inflatornog targeta i održanja makroekonomske stabilnosti Narodna banka je bila primorana da vodi restriktivnu monetarnu politiku što je značilo i podizanje referentne kamatne stope, a to je uticalo i na nivo pasivnih i aktivnih kamata bankarskog sektora. Apresirani realni devizni kurs i visoke aktivne kamatne stope na bankarske kredite imaju negativan uticaj na konkurentnost privrede. Apresirani kurs ima negativan uticaj na konkurentnost izvoza dok visoke aktivne kamatne stope (kamatne stope po kojoj banke daju kredite privredi i stanovništvu) znatno podižu troškove finansiranja preduzeća (što posredno utiče na redukciju proizvodnje).

Grafikon 35: Kretanje kursa dinara prema evru, 2005-2016



Izvor: Narodna banka Srbije

Očekivanja da će ulaskom stranih banaka na tržište doći do obaranja kamatnih stopa nisu se ostvarila. Srbija je zemlja sa najvećim aktivnim kamatnim stopama i

najvećim kamatnim maržama od svih tranzicionih zemalja centralne i istočne Evrope što možemo videti u tabeli 36 gde su prikazani podaci koji se odnose na 2014.godinu.

Tabela 36: Kamatne stope zemalja centralne i istočne Evrope, u 2014. godini

Zemlja	Aktivna kamatna stopa	Pasivna kamatna stopa	Kamatna marža
Albanija	8.7	1.9	6.8
BiH	6.6	2.7	3.9
Bugarska	8.3	1.7	6.6
Česka	4.6	0.7	3.9
Crna Gora	8.9	2.1	6.8
Estonija	4.8	0.5	4.3
Hrvatska	9.2	1.5	7.7
Letonija	5.9	0.1	5.8
Litvanija	6.4	3.5	2.9
Madjarska	4.4	0.9	3.5
Makedonija	7.5	3.7	3.8
Poljska*	4.5	1.2	3.3
Rumunija	8.5	3.0	5.5
Slovačka	4.9	1.6	3.3
Slovenija	4.7	1.2	3.5
Srbija	14.8	6.8	8.0

Izvor: Svetska banka

S obzirom na visok nivo referentne kamatne stope koji je omogućio visoke i sigurne zarade po osnovu kamatno-kursne arbitraže, portfelj hartija NBS dosegao je obim

od čak 2,7 milijardi evra u 2008.godini, a prema nezvaničnim procenama veliki deo tog portfelja odnosi se na strani spekulativni kapital (strani investitori nisu u mogućnosti da direktno kupuju hartije centralne banke već to čine pomoću aranžmana sa domaćim bankama - Ivković, 2011, str.80). Krajem 2008.godine usled pojave svetske ekonomske krize, strani kapital iz Srbije i ostalih zemalja centralne i istočne Evrope krenuo je ka bankama maticama, a strani investitori se povlače i sa tržišta kapitala što utiče na snažnu depresijaciju kursa pojedinih zemalja (depresijaciju deviznog kursa dinara možemo videti na grafikonu 35), a rast deviznog kursa pokreće inflatornu spiralu (rast deviznog kursa -> rast plata i troškova -> rast inflacije -> rast deviznog kursa). Iz svega ovoga jasno je da priliv stranog kapitala vrši značajan uticaj na nivo deviznog kursa i kamatnih stopa, a da odliv stranog kapitala može da bude izvor velikih nestabilnosti i pojava valutnih kriza na plitkim domaćim tržištima tranzicionih zemalja. Profiti koje su banke ostvarile po osnovu ulaganja u repo hartije imaju značajan uticaj na račun dohotka tekućeg računa, što će biti analizirano u nastavku rada.

S obzirom da je u prethodnom delu zaključeno da su efekti difuzije tehnologije po osnovu priliva SDI u Srbiji prilično slabi ili čak i negativni i da nije došlo do promene tehnološke strukture i faktorske intenzivnosti izvoza, da strane direktne investicije nisu doprinele uključivanju domaćih dobavljača inputa u globalnu distributivnu mrežu niti su doprinele znatnom jačanju nivoa konkurencije, a imale su i uticaja na depresijaciju nominalnog deviznog kursa možemo zaključiti da dosadašnje strane direktne investicije nisu doprinele poboljšanju konkurentnosti privrede Srbije.

Svetski Ekonomski Forum u svom poslednjem izveštaju (Global Competitiveness Report 2015-2016) rangira Srbiju na 94.mestu od ukupno 140 zemalja po nivou sveopšte konkurentnosti. To je ujedno i jedan od najslabijih plasmana Srbije uključujući i staru metodologiju (indeks konkurentnosti rasta) i novu metodologiju koju je razvio Michel Porter (globalni indeks konkurentnosti – GIK).

U tabeli 37 rangirane su zemlje centralne i istočne Evrope na osnovu njihovog ranga po osnovu globalnog indeksa konkurentnosti. Iz tabele vidimo da se Srbija nalazi na pretposlednjem mestu, a kao posebne slabosti su istaknute kvalitet institucija, infrastruktura, korupcija, makroekonomsko okruženje (niska domaća štednja i visok nivo inflacije), efikasnost tržišta robe (nizak intenzitet lokalne konkurencije i

postojanje tržišne dominacije - što sugerise da strane direktne investicije nisu imale pozitivan uticaj na poboljšanje poslovnog ambijenta i povećanje nivoa konkurencije) i tržišta rada kao i tehnološka spremnost (World Economic Forum, Global Competitiveness Report 2015-2016, str.314-315).

Kad je tehnološka spremnost u pitanju, po korišćenju najnovije tehnologije Srbija je rangirana na 107.mestu, po apsorbcionoj sposobnosti domaćih preduzeća čak na 127.mestu (nisku apsorbcionu sposobnost domaćih preduzeća usled nedovoljnih investicija u istraživanje i razvoj smo već apostrofirali u prethodnom delu rada), a po transferu tehnologije putem stranih direktnih investicija na 110.mestu (što je u skladu sa prethodno iznetim zaključcima o niskoj i srednje niskoj tehnologiji koju uglavnom koriste preduzeća sa stranim vlasništvom u Srbiji).

Tabela 37: Rang zemalja centralne i istočne Evrope po osnovu GIK-a

Rang	Zemlja	GIK	Rang	Zemlja	GIK
1.	Estonija	30	9.	Makedonija	60
2.	Česka	31	10.	Mađarska	63
3.	Litvanija	36	11.	Slovačka	67
4.	Poljska	41	12.	Crna Gora	70
5.	Letonija	44	13.	Hrvatska	77
6.	Rumunija	53	14.	Albanija	93
7.	Bugarska	54	15.	Srbija	94
8.	Slovenija	59	16.	BiH	111

Izvor: World Economic Forum, Global Competitiveness Report 2015-2016, str.17

Podizanje nivoa konkurentnosti privrede Srbije u narednom periodu moguće je jedino ukoliko se upotrebljava moderna tehnologija, poboljša produktivnost, ulaže u istraživačko-razvojne programe, stvara ljudski kapital i koriste savremena marketinška i logistička znanja. U tom procesu, strane direktne investicije mogu imati presudan značaj ukoliko njihov oblik i sektorska distribucija budu u skladu sa potrebama privrede Srbije.

4. Uticaj stranih direktnih investicija na srpsku industriju

U ovom delu rada, biće prezentovano istraživanje uticaja stranih direktnih investiranja na srpsku industriju na makro i mikro nivou. Na makro nivou, na nivou industrije, istraživanje će biti usmereno na identifikovanje uticaja stranih direktnih investicija na izvoz srpske prerađivačke industrije. Koji su faktori pored stranih direktnih investicija imali uticaj na izvoz? Preko kojih kanala i u kojoj meri su strane investicije uticale na izvoz? To su samo neka od pitanja na koje bi trebalo da odgovori istraživanje na makro nivou.

Istraživanje na mikro nivou, na nivou preduzeća, biće usmereno na identifikovanje horizontalnih i vertikalnih efekata prelivanja, kao i razvojnih tendencija privatizovanih preduzeća i greenfield investicija. Da li je došlo do rasta neto profita nakon akvizicije? Šta se desilo sa najvećim konkurentima nakon ulaska strane afilijacije, da li su istisnuti sa tržišta? Da li su glavni dobavljači imali koristi od saradnje sa stranom afilijacijom? To su samo neka od pitanja na koje bi trebalo da odgovori istraživanje na mikro nivou.

4.1. Pregled literature o empirijskim istraživanjima efekata prelivanja

Empirijska istraživanja vezana za uticaj stranih direktnih investicija na zemlju domaćina mogu da se podele na istraživanja koja su se koncentrisala na ukupni, makroekonomski uticaj stranih direktnih investicija na izvoz zemlje domaćina i na ona istraživanja koja su analizirala direktan doprinos stranih afilijacija ili tražila efekte prelivanja.

Veliki broj istraživanja koja su se pojavila poslednjih godina bila su usmerena na istraživanje uticaja stranih direktnih investicija na rast produktivnosti domaćih preduzeća kroz efekte prelivanja. Istraživanja uz pomoć ekonometrijskih modela uporednih podataka i panela odnosila su se na razvijene zemlje, zemlje u razvoju i

tranzicije ekonomije. Prva istraživanja (Caves 1974; Globerman 1979; Blomstrom i Persson 1983) koristeći model uporednih podataka uglavnom su došli do zaključka o pozitivnim efektima. Postojanje pozitivnih efekata prelivanja su možda nastale kao posledica investiranja multinacionalnih kompanija u industrijske grane sa visokom produktivnošću, a kao glavna zamerka ovim istraživanjima uzima se što u razmatranje nisu uzeti specifični efekti industrije i vremenski efekti.

Dostupnost panel podataka je omogućila istraživačima da isprave nedostatke korišćenja uporednih podataka. Panel podaci između ostalog su omogućili istraživačima da uzmu u obzir vremenski zaostatak potreban domaćim preduzećima za apsorpciju efekata prelivanja. Rezultati dobijeni korišćenjem panel podataka su se u priličnoj meri razlikovali od početnih rezultata dobijenih korišćenjem uporednih podataka. Korišćenjem panel podataka došlo se do zaključka o negativnim ili zanemarljivim efektima (Aitken i Harrison 1997, Djankov i Hoekman 1996; Konings 2001). Neka od istraživanja korišćenjem panel podataka pokazala su postojanje pozitivnih efekata ali uz pretpostavku određenih faktora kao što su apsorpcioni kapacitet (Kinoshita 2001; Girma 2005) i nivo tehnološkog jaza između stranih i domaćih preduzeća (Kokko 1994; Castellani i Zanfei 2003). U detaljnom pregledu istraživanja o efektima prelivanja vezanim za strane direktne investicije, Gorg i Strobl (2004) su zaključili da rezultati prelivanja produktivnosti ne zavise od toga da li se koriste podaci na nivou industrijskih grana ili preduzeća već od toga da li se koristi metod uporednih podataka ili panel. Od 40 istraživanja, 19 je došlo do statistički značajnih zaključaka o postojanju pozitivnih efekata prelivanja, 15 istraživanja nije našlo značajnije efekte prelivanja a 6 studija je našlo dokaze o negativnim efektima prelivanjima. Kao objašnjenje za ovu pojavu, neki istraživači smatraju da mnoga istraživanja koriste podatke sa previsokim nivoom agregacije čineći efekte prelivanja mnogo težim za detektovanje, što ne znači da oni ne postoje. Takođe, efekti prelivanja mogu jednostavno zavisiti od nekih karakteristika zemlje domaćina, vrste stranih direktnih investicija koje preovlađuju u toj zemlji, što dovodi do različitih rezultata za različite zemlje.

Nedostatak pozitivnih horizontalnih efekata prelivanja korišćenjem panel podataka naterao je istraživače da se okrenu traženju mogućih vertikalnih efekata prelivanja vezanih za SDI. Ova istraživanja se baziraju na verovanju da domaća preduzeća

koja su vertikalno (naviše ili naniže) povezana sa stranom afilacijom imaju benefite od te saradnje. Varijable za detektovanje vertikalnih efekata prelivanja su konstruisane korišćenjem input-output tabela. Neka istraživanja su našla dokaze o postojanju pozitivnih vertikalnih efekata prelivanja (Schoors i van der Tol (2002) za Mađarsku, Javorick (2004) za Litvaniju; Blalock (2002) za Indoneziju). Druga istraživanja su međutim došla do drugačijih rezultata. Yudeva (2004) je istražujući ruska industrijska preduzeća našla negativne vertikalne efekte naniže i naviše. Takođe, Merlevede i Schoors su došli do zaključka o pozitivnim vertikalnim efektima prelivanja naviše dok kada su u pitanju efekti prelivanja naniže (ka dobavljačima) pozitivni efekti su pronađeni samo u slučaju izvozno orijentisanih sektora.

Tabela 38: Istraživanja horizontalnih i vertikalnih efekata prelivanja putem SDI

Autori	Podaci	Godina	Nivo agregacije	Zemlja	H.	V.+	V-
Blomstrom, Persson (1983)	u.p.	1970/75	ind	Meksiko	+		
Blomstrom, Wolf (1986)	u.p.	1970/75	ind	Meksiko	+		
Kokko (1994)	u.p.	1970	ind	Meksiko	+		
Blomstrom, Sjöholm (1999)	u.p.	1991	mikro	Indonezija	+		
Sjöholm (1999)	u.p.	1980/91	mikro	Indonezija	+		
Aitken, Harrison (1999)	p.	1976/89	mikro	Venecuela	-		
Haddad, Harrison (1993)	p.	1985/89	mikro	Maroko	?		
Djankov, Hoekman (2000)	p.	1993/96	mikro	Češka	-		
Konings (2001)	p.	1993/97	mikro	Bugarska	-		
Zukowska, Gagelmann	p.	1993/97	mikro	Poljska	-		
Kugler (2001)	p.	1974/98	ind	Kolumbija	?		

Kathuria (2001)	p.	1976/89	mikro	Indija	?		
Siddharthan, Lal (2004)	p.	1993/00	mikro	Indija	+		
Narula, Marin (2005)	p.	1992/01	mikro	Argentina	?		
Yudeva (2003)	p.	1993/97	mikro	Rusija	+	-	-
Blalock, Gertler (2004)	p.	1988/96	mikro	Indonezija	?		+
Javorick (2004)	p.	1996/00	mikro	Litvanija	?	-/?	+
Javorick, Spatareanu	p.	1998/00	mikro	Rumunija	-		+/-
Schoors, van der Tol	u.p.	1997/98	mikro	Mađarska	+	+	-
Merlevede, Schoors (2005)	p.	1996/01	mikro	Rumunija	-	+	-/+
Blyde	p.	1995/00	mikro	Venecuela			

u.p. – model uporednih podataka

p. – panel

ind-industrija

H. – horizontalni efekti preliivanja

V.+ - vertikalni efekti preliivanja naviše

V.- - vertikalni efekti preliivanja naniže

49

Izvor: Sasidharan S. (2006): Foreign Direct Investments and Technology Spillovers: Evidence from the Indian Manufacturing Sector, Indian Institute of Technology, Bombay, str.12

Tabela 38 prikazuje zaključke izabranih studija o efektima preliivanja produktivnosti putem stranih direktnih investicija dobijene korišćenjem modela uporednih podataka i panel podataka. Iz tabele se može uočiti da su početne studije zasnovane na

modelu uporednih podataka došle do zaključka o pozitivnim horizontalnim efektima prelivanja dok je većina istraživanja zasnovanih na panel podacima došlo do zaključka o negativnim ili zanemarujućim efektima prelivanja. Na osnovu rezultata prethodnih istraživanja, možemo zaključiti da su dokazi o postojanju pozitivnih efekata prelivanja veoma slabi.

4.2. Uticaj stranih direktnih investicija na izvoz Srbije

Istraživanje uticaja stranih direktnih investicija na izvoz Srbije vršičeno je na osnovu modela koji je kreirao Vukšić (2005):

$$\ln EX_{jt} = \alpha_j + \beta_1 \ln PD_{jt} + \beta_2 \ln ULC_{jt} + \beta_3 \ln REER_t + \beta_4 \ln I_{jt-1} + \beta_5 \ln FDI_{jt-1} \quad (15)$$

Vukšić (2005) je varijable objasnio na sledeći način: zavisna varijabla $\ln EX$ je prirodni algoritam realnog izvoza, a nezavisne varijable su prirodni algoritmi indeksa produktivnosti ($\ln PD$), jediničnih troškova rada ($\ln ULC$), realnog efektivnog deviznog kursa ($\ln REER$), domaćih investicija ($\ln I$) i kumulativnog nivoa stranih direktnih investicija ($\ln FDI$). Konstanta α_j označava specifične fiksne efekte grane industrije, dok $j=1..21$ označava različite industrijske grane, a t označava različite godine (od 2006-2013 u slučaju istraživanja u ovom radu).

Kao što se može videti iz modela, domaće investicije i kumulativni nivo stranih direktnih investicija se koriste sa vremenskim lagom od jedne godine. Ovo se može objasniti činjenicom da je potrebno određeno vreme da bi nova investicija postala efektivna. U slučaju stranih direktnih investicija, korišćenje podataka sa vremenskim lagom bi takođe trebalo da pomogne da se izbegne problem simultanosti između varijable izvoza i stranih direktnih investicija. Korišćenje kumulativnog nivoa stranih direktnih investicija umesto priliva stranih direktnih investicija na godišnjem nivou bi takođe trebalo da doprinese rešavanju ovog problema. Takođe, kumulativni nivo stranih direktnih investicija bi trebalo bolje da prikaže značaj prisustva stranog kapitala u određenoj grani industrije, što je značajno zbog moguće pojave efekata prelivanja tehnologije. U slučaju da je priliv stranog kapitala korišćen kao varijabla u modelu, moglo bi se desiti da dođe do značajnog priliva stranog kapitala na početku posmatranog perioda ali da posle toga uopšte ne dođe do priliva novog stranog

kapitala u toj grani. Na taj način, vrednost za ovu varijablu bi bila 0 za sve godine kada nije bilo novog priliva stranog kapitala, čime bi se potpuno zanemarilo visoko prisustvo stranog kapitala koji je već investiran, koji je mogući izvor značajnijih pozitivnih efekata preliivanja.

Postoji potencijalno značajna varijabla koja nije uključena u gore navedeni model – izvozna tržišta. Razlog zašto je izostavljena je što je veoma teško izmeriti ovu varijablu. Korišćenje rasta bruto domaćeg proizvoda zemalja koje su izvozne destinacije se pokazalo kao beznačajno jer korišćenjem ovog indikatora nije moguće obuhvatiti različite izvozne tendencije različitih izvoznih grana.

Navedene specifikacije modela su modifikacije i proširenja modela procene na agregatnom, makroekonomskom nivou koje su prezentovali Sun (2001) i Zhang i Song (2000). Oba ova rada koriste prirodni logaritam realnog izvoza kao zavisnu varijablu i logaritam kumulativnog nivoa stranih direktnih investicija sa lagom od jedne godine. Sun (2001) takođe koristi domaće investicije, a u oba rada je uključen realni efektivni devizni kurs kao nezavisna varijabla. Produktivnost i jedinični troškovi rada su dodati kao varijable, jer se od njih očekuje da budu značajni pokazatelji izvozne konkurentnosti industrije (Vukšić, 2005, str.20).

U istraživanju uticaja stranih direktnih investicija na izvoz srpske prerađivačke industrije korišćeni su podaci u periodu od 2006-2013. godine. Podaci se odnose na 23 grane prerađivačke industrije po nacionalnoj klasifikaciji ekonomskih aktivnosti (NCEA). Podaci o izvozu, prosečnim mesečnim bruto platama, bruto dodatoj vrednosti, bruto investicijama u osnovna sredstva, broju zaposlenih, indeksu proizvođačkih cena su nađeni na sajtu Zavoda za statistiku Republike Srbije, dok su podaci o realnom efektivnom deviznom kursu i kumulativnom nivou stranih direktnih investicija dobijeni od Narodne banke Srbije. Indeks produktivnosti rada (P) za svaku pojedinačnu granu industrije izračunat je kao količnik bruto dodate vrednosti (BDV) i broja radnika (E) u toj industrijskoj grani.

$$P_{jt} = BDV_{jt} / E_{jt} \quad (16)$$

Indeks jediničnih troškova rada (JTR) konstruisan je kao i kod Carstensen-a i Toubal-a (2004), kao količnik proizvoda prosečnih mesečnih bruto plata (BP) i

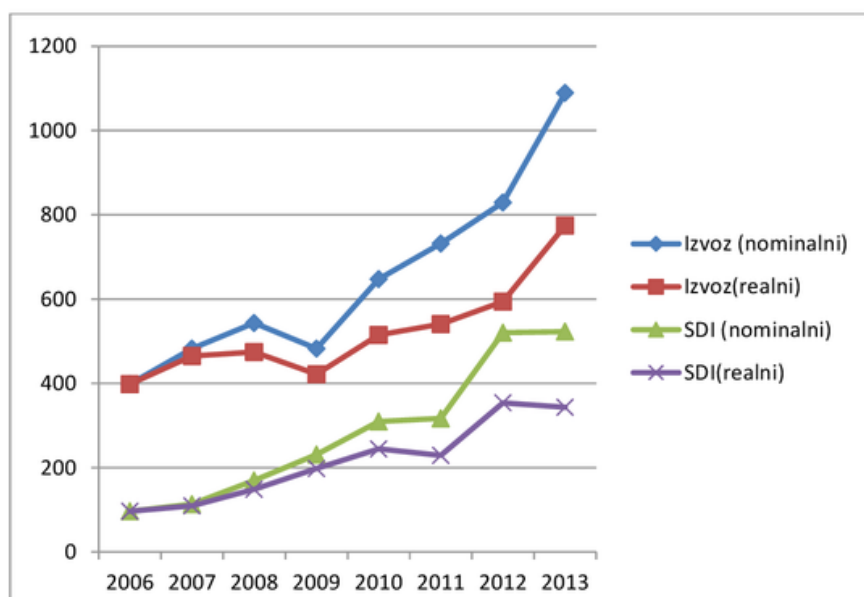
ukupnog broja radnika (E) sa bruto dodatkom vrednošću (BDV) u industrijskoj grani j, u vremenskom intervalu t.

$$JTR_{jt} = BP_{jt} * E_{jt} / BDV_{jt} \quad (17)$$

Podaci o izvozu, kumulativnom nivou stranih direktnih investicija, platama, bruto dodatnoj vrednosti, bruto investicijama u osnovna sredstva su desezonirani korišćenjem indeksa proizvođačkih cena (vrednosti vezane za kumulativni nivo stranih direktnih investicija su pretvorene iz dolara u dinare a zatim desezonirane). Bazna godina za sve ove podatke i ostale indekse je 2006.godina.

Na grafikonu 36 prikazano je kretanje nominalnog i realnog izvoza i nominalnog i realnog kumulativnog nivoa stranih direktnih investicija u periodu od 2006-2013.godine. Posmatrajući kretanje realnog izvoza i realnog kumulativnog nivoa stranih direktnih investicija u periodu obuhvaćenom istraživanjem možemo uočiti veliku sličnost, s obzirom da rast kumulativnog nivoa SDI prati rast izvoza. Izuzetak su 2009. i 2013 godina. U 2009.godini, kao što se može videti sa grafikona, blagi porast realnog kumulativnog nivoa SDI praćen je padom realnog izvoza ali se to može objasniti izbijanjem svetske ekonomske krize krajem 2008.godine. Sa druge strane, u 2013.godini, stagnirajući nivo kumulativnog nivoa SDI praćen je značajnim rastom realnog izvoza.

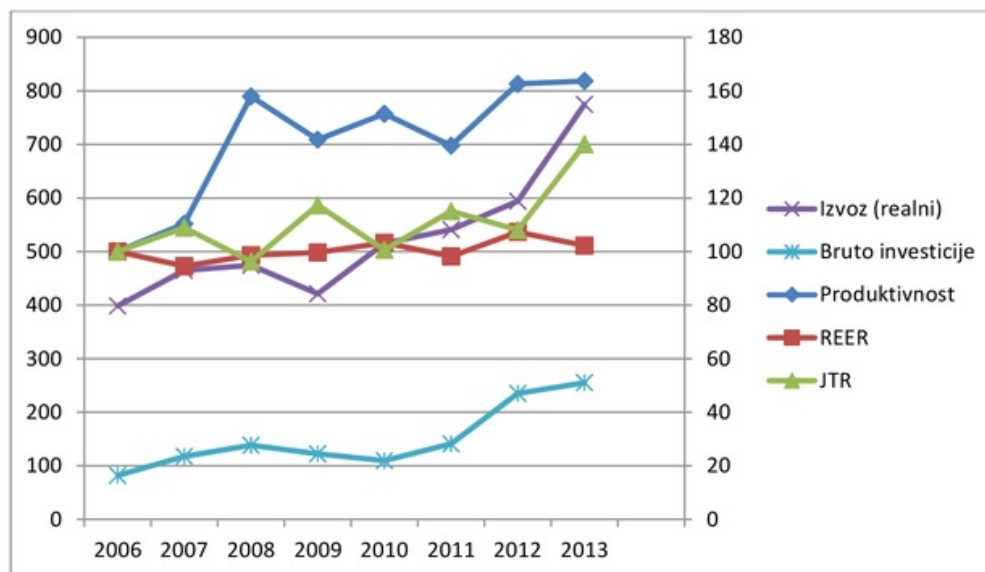
Grafikon 36: Izvoz i kumulativni nivo stranih direktnih investicija u milionima dinara, 2006-2013



Izvor: Kalkulacija autora

Na grafikonu 37 prikazano je kretanje ostalih značajnih varijabli za celu prerađivačku industriju: bruto investicija, produktivnosti, realnog efektivnog deviznog kursa, jediničnih troškovi rada. Produktivnost, realni efektivni devizni kurs i jedinični troškovi rada su izraženi u indeksima (bazna godina je 2006) na desnoj strani y ose, dok su izvoz i bruto investicije izražene u milionima dinara i njihovo kretanje se može posmatrati na levoj strani y ose. Bruto investicije u osnovna sredstva su imale uzlazni trend u periodu od 2006-2008.godine, ali sa pojavom svetske ekonomske krize dolazi do njihovog pada koji se prekida 2010. godine, od kada je prisutan stalni rast koji je posebno bio primetan u 2012. godini. Produktivnost ima tendenciju rasta u posmatranom periodu (posebno je uočljiv rast produktivnosti 2008.godine) sa izuzetkom 2009. i 2011.godine kada je došlo do manjeg pada produktivnosti. Rast produktivnosti bi trebalo da ima pozitivan uticaj na rast izvoza. Kada je u pitanju realni efektivni devizni kurs (definisan je tako da povećanje indeksa označava realnu depresijaciju), može se uočiti pad indeksa u 2007. godini nakon čega dolazi do blagog rasta (depresijacije dinara pojavom svetske ekonomske krize) koji se prekida 2011.godine. Jedinični troškovi rada pokazuju prilično volatilno kretanje u posmatranom periodu, a u 2013. godini dolazi do porasta indeksa što bi trebalo da se negativno odrazi na kretanje izvoza.

Grafikon 37: Izvoz, bruto investicije, produktivnost, realni efektivni devizni kurs, jedinični troškovi rada u milionima dinara i indeksima, 2006-2013



Izvor: Kalkulacija autora

U tabeli 39 prezentovani su podaci o izvozu, kumulativnom nivou stranih direktnih investicija, produktivnosti, jediničnim troškovima rada i bruto investicijama po granama industrije. Prosečne vrednosti izvoza, kumulativnog nivoa stranih direktnih investicija i bruto investicija su u milionima dinara, a prosečne vrednosti produktivnosti i jediničnih troškova rada su u indeksnim vrednostima.

Iz tabele se može uočiti da je samo kod jedne grane industrije (osnovni metali) zabeležen negativni rast realnog izvoza tokom posmatranog perioda. U toj industrijskoj grani, srednja vrednost i rast kumulativnog nivoa stranih direktnih investicija su bili na višem nivou nego u većini drugih industrijskih grana, pa možemo zaključiti da u slučaju ove industrijske grane strane direktne investicije nisu imale pozitivan uticaj na rast izvoza (mada na ovakve trendove gotovo sigurno uticaj imaju kretanja na svetskom tržištu i obustavljanje proizvodnje u železari u Smederevu). Indikativno je da je u ovoj industrijskoj grani zabeležen najveći rast jediničnih troškova rada.

Najveći rast realnog izvoza zabeležen je u slučaju proizvodnje motornih vozila i prikolica (70.67%), proizvodnje duvanskih proizvoda (34.04%) i u slučaju metalnih proizvoda (24.65%). Upravo u slučaju proizvodnje motornih vozila i prikolica zabeležen je i drugi najveći rast kumulativnog nivoa stranih direktnih investicija (u

proseku 134% godišnje) pa u ovom slučaju možemo govoriti o pozitivnom uticaju stranih direktnih investicija na rast izvoza. Pored ove grane industrije, najveći prosečni rast kumulativnog nivoa stranih direktnih investicija zabeležen je u slučaju proizvodnje koksa i derivata nafte (kod ove grane zabeležen je umeren prosečni rast realnog izvoza od 13.24%) i proizvodnji ostalih saobraćajnih sredstava (gde je zabeležen prosečni rast izvoza od 24.43%). Najveća srednja vrednost kumulativnog nivoa stranih direktnih investicija zabeležena je u slučaju proizvodnje prehrambenih proizvoda i piće, a ova industrijska grana ima i drugu najveću srednju vrednost ukupnog izvoza.

Tabela 39: Prikaz prosečnih vrednosti varijabli po granama industrije

NCEA	Izvoz			Kumulativni nivoSDI			Produktivnost			Jed.troškovi rada			Bruto investicije		
	Sr.	Dev.	Rast	Sr.	Dev.	Rast	Sr.	Dev.	Rast	Sr.	Dev.	Rast	Sr.	Dev.	Rast
15	76,430	8,367	4.49	51,473	35.40	39.93	107.97	10.96	-0.79	86.13	14.24	-0.60	20,355	10,117	-6.88
16	2,246	1,174	34.04	11,046	1,231	2.66	84.18	18.76	1.86	137.06	42.00	10.23	1,419	1,029	46.10
17	8,501	3,673	3.71	11,373	4,728	34.99	157.95	50.77	21.80	139.06	43.06	19.82	3,513	4,763	25.24
18	24,465	6,505	14.91	2,244	1,533	32.38	110.76	15.57	1.65	166.90	38.36	13.70	979	616	45.58
19	14,804	2,760	7.85	234	106	23.48	132.50	19.04	6.28	101.62	6.53	0.58	816	782	116.6
20	12,472	3,484	13.24	5,573	3,832	68.72	128.52	24.55	5.13	131.86	21.50	9.75	3,484	2,844	52.31
21	14,852	4,962	13.72	2,183	744	19.82	153.03	40.96	5.74	123.08	43.05	17.22	2,918	1,705	21.29
22	2,311	1,043	9.93	2,088	768	20.12	115.93	62.57	12.38	91.54	20.94	8.89	1,877	1,999	13.19
23	9,917	3,183	13.67	1,868	869	134.2	262.84	179.8	34.98	62.21	30.06	-15.48	10,783	8,303	67.30
24	38,418	7,927	6.80	41,299	3,692	0.99	114.22	12.08	0.51	100.56	8.78	3.22	6,028	3,779	-0.22
25	45,329	16,496	15.39	13,759	6,451	24.78	156.64	40.97	13.43	88.84	8.09	-2.64	3,917	2,706	-6.21
26	9,272	1,218	0.54	5,452	2,436	22.25	143.51	23.08	6.73	86.77	11.67	1.26	5,303	2,871	12.68
27	87,599	18,175	-2.86	26,699	19,52	56.32	64.69	34.76	12.18	271.82	213.5	90.13	3,918	2,474	0.50
28	29,094	11,280	24.65	10,413	3,850	16.29	123.54	20.16	4.48	104.95	10.41	3.38	5,520	2,593	21.87
29	30,326	7,344	11.40	4,780	1,558	21.29	157.25	33.93	10.90	90.58	12.38	2.09	5,704	2,580	17.15
30	3,907	1,155	17.46	300	169	72.20	132.54	16.94	4.83	86.38	10.36	-0.63	1,280	747	38.45
31	33,263	13,731	23.53	2,147	1,006	24.32	127.77	21.2	5.08	94.02	10.65	-1.33	1,207	600	6.40
32	4,616	1,055	13.38	598	122	8.08	121.95	17.7	4.38	112.99	21.28	6.09	645	414	14.47
33	4,971	1,235	15.54	1,928	387	7.03	128.27	25.7	3.02	103.95	24.40	7.23	2,594	1,876	38.96
34	40,487	55,222	70.67	13,714	11,21	134.1	205.85	112.1	36.93	75.19	28.50	-4.80	22,515	29,988	146.7
35	10,393	3,730	24.43	1,396	763	58.00	256.81	93.77	25.78	67.27	22.13	-6.07	474	432	74.25
36	12,169	2,787	11.40	3,431	1,174	19.10	126.27	26.37	3.32	107.10	23.85	8.45	1,769	1,428	11.16
37	7,002	2,413	14.34	1,305	511	22.50	128.00	23.13	3.07	118.29	26.87	10.53	586	362	8.76

Izvor: Kalkulacija autora

Najveći prosečni rast produktivnosti zabeležen je u slučaju proizvodnje motornih vozila i prikolica (36.93%) i u slučaju proizvodnje koksa i derivata nafte (34.98%). Ove dve industrijske grane su zabeležile i najveći prosečni rast kumulativnog nivoa stranih direktnih investicija, pa je jasno da su strana ulaganja imala u ovom slučaju pozitivan uticaj na produktivnost. Negativan prosečan rast produktivnosti zabeležen je u slučaju samo jedne grane industrije (prehrambeni proizvodi i piće) gde je prilično visok kumulativni nivo stranih direktnih investicija.

Najveći prosečni rast jediničnih troškova rada zabeležen je u slučaju proizvodnje osnovnih metala i proizvodnji tekstilnih prediva i tkanina. Obe ove grane su zabeležile relativno visok prosečni rast kumulativnog nivoa stranih direktnih investicija. Sa druge strane, najveće prosečno smanjenje jediničnih troškova rada od 15.48% zabeleženo je u slučaju one industrijske grane koja je zabeležila i najveći prosečni rast kumulativnog nivoa stranih direktnih investicija - proizvodnje koksa i derivata nafte.

Kod 3 grane industrije zabeležen je negativan prosečan rast bruto investicija: prehrambeni proizvodi i piće, ⁶⁸ hemikalije i hemijski proizvodi, proizvodi od gume i plastike. Izuzev prehrambenih proizvoda i pića, druge dve industrijske grane su imale relativno nizak rast kumulativnog nivoa stranih direktnih investicija. Najveći prosečni rast bruto investicija zabeležen je u slučaju proizvodnje motornih vozila i prikolica kod kojih je, kao što je već naglašeno, zabeležen i drugi najveći prosečni rast kumulativnog nivoa SDI.

U tabeli 40 su prikazani korelacioni koeficijenti između analiziranih varijabli. Najveća vrednost koeficijenta korelacije je 0.619 između izvoza i kumulativnog nivoa stranih direktnih investicija (jaka pozitivna korelacija), što ukazuje da su SDI uticale na povećanje izvoza. Izvoz je takođe u jakoj pozitivnoj korelaciji sa zaposlenošću i bruto investicijama, što sugeriše da su izvozne grane koje su zabeležile značajan izvoz zapošljavale veći broj radnika i nivo bruto investicija u tim granama je bio veći. Kumulativni nivo stranih direktnih investicija je u relativno snažnoj pozitivnoj korelaciji sa brojem zaposlenih i nešto slabijoj pozitivnoj korelaciji sa nivoom bruto investicija. Korelacioni koeficijent koji je još vredan pomena je između nivoa bruto investicija i zaposlenosti koji je intuitivno jasan (veće bruto investicije znače i veću zaposlenost). Ostali koeficijenti korelacije imaju zanemarljivu vrednost. Dakle, na osnovu

korelacionih koeficijenata možemo zaključiti da su strane direktne investicije pozitivno uticale na rast izvoza srpske industrije, na porast zaposlenost i na rast nivoa bruto investicija, dok nema dokaza da su strane direktne investicije uticale na smanjivanje jediničnih troškova rada.

Tabela 40: Korelacije varijabli

	SDI	Produktivnost	Troškovi radnika	REER	Zaposlenost	Bruto investicije
Izvoz	0.619	0.019	0.269	0.085	0.611	0.575
SDI		-0.123	0.184	0.200	0.569	0.394
Produktivnost			-0.250	0.196	-0.175	0.346
Troškovi radnika				-0.013	0.066	-0.032
REER					-0.078	0.071
Zaposlenost						0.507

Izvor: Kalkulacija autora

Procenićemo sledeće modele:

$$\ln EX_{jt} = \alpha_j + \beta_1 \ln PD_{jt} + \beta_2 \ln ULC_{jt} + \beta_3 \ln REER_t \quad (18)$$

$$\ln EX_{jt} = \alpha_j + \beta_1 \ln PD_{jt} + \beta_2 \ln ULC_{jt} + \beta_3 \ln REER_t + \beta_4 \ln I_j(t-1) \quad (19)$$

$$\ln EX_{jt} = \alpha_j + \beta_1 \ln PD_{jt} + \beta_2 \ln ULC_{jt} + \beta_3 \ln REER_t + \beta_5 \ln FDI_j(t-1) \quad (20)$$

$$\ln EX_{jt} = \alpha_j + \beta_1 \ln PD_{jt} + \beta_2 \ln ULC_{jt} + \beta_3 \ln REER_t + \beta_4 \ln I_j(t-1) + \beta_5 \ln FDI_j(t-1) \quad (21)$$

U tabeli 41 prezentovani su rezultati procene modela. Možemo zaključiti da su strane direktne investicije pozitivno uticale na rast srpskog izvoza. Kada su uključene sve varijable u model, povećanje kumulativnog nivoa SDI od 1% dovodi do povećanja izvoza od 0,035% uz nivo značajnosti od 5%. Kada bruto investicije nisu uključene u model, uticaj SDI je još snažniji, povećanje kumulativnog nivoa SDI od 1% dovodi do povećanja izvoza od 0,149% uz nivo značajnosti od 1%. Nivo bruto investicija ima još snažniji uticaj na izvoz, povećanje bruto investicija od 1% dovodi do povećanja izvoza od 0,240% uz nivo značajnosti od 1%.

Takođe, pozitivan uticaj SDI na izvoz se manifestuje preko produktivnost kada SDI i bruto investicije nisu uključene u model (model 1). Povećanje produktivnosti od 1% dovodi do povećanja izvoza od 1,294% uz nivo značajnosti od 1%. Pozitivan uticaj SDI na produktivnost je u skladu sa rezultatima istraživanja koja su sprovedi Vukšić (2005) i Škudar (2004). Izgleda da je produktivnost kanal preko koga su SDI uticale na bolje izvozne performanse srpske industrije.

Realan efektivni devizni kurs nije imao veliki uticaj na izvoz, s obzirom da u svim modelima uticaj realnog efektivnog deviznog kursa na izvoz nije statistički značajan. Jedinični troškovi rada su bili statistički značajni u modelu u kome nisu uključene SDI. Povećanje jediničnih troškova rada od 1% dovodi do smanjenja realnog izvoza od 0,021%.

Tabela 41: Rezultati procene modela

Zavisna varijabla : Izvoz				
Metod procene: Fiksni efekti ¹⁶ OLS estimacija				
	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
Konstanta	-385.266 (470.432)	-34.864 (266.439)	199,103 (369.868)	-120.136 (268.140)
Produktivnost	1.294*** (0.289)	0.063 (0.177)	0.289 (0.245)	0.117 (0.178)
Jedinični troškovi rada	0.164 (0.304)	-0.021*** (0.172)	-0.132 (0.238)	0.021 (0.172)
REER	3.657 (4,770)	1.504 (2,697)	-1.297 (3,737)	2.349 (2,713)
Bruto investicije		0.209*** (0,011)		0.240*** (0,020)
FDI			0.149*** (0,015)	0.035** (0,019)

standardne greške su prikazane u zagadama , ***, **, * pokazuju nivo značajnosti od 1, 5 i 10%

Izvor: Kalkulacija autora

4. 3. Istraživanje uticaja stranih direktnih investicija na efekte prelivanja na mikro nivou

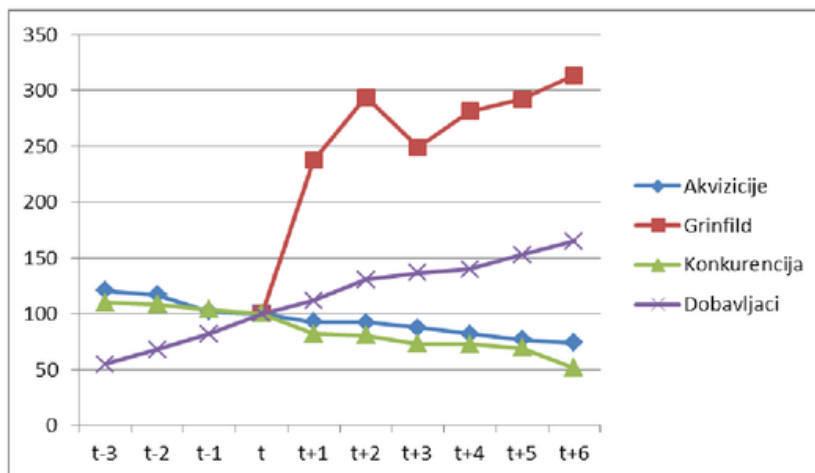
Istraživanje uticaja stranih direktnih investicija na makro nivou, dopunićemo istraživanjem na mikro nivou, na nivou preduzeća. Na slučajno izabranom uzorku od 40 preduzeća u stranom vlasništvu u Srbiji, napravljena je anketa radi identifikovanja glavnih konkurenata i dobavljača. Nakon identifikovanja istih, ukupan uzorak činilo je 70 preduzeća - 40 preduzeća u stranom vlasništvu, 15 glavih konkurenata, 15 najvećih dobavljača. Za izabrani uzorak prikupljeni su podaci o prihodima od prodaje, nabavnoj vrednosti prodate robe, troškovima materijala, neto profitu, ukupnom kapitalu, ukupnoj aktivi i broju zaposlenih u periodu od 2000-2013.godine, a zatim su podaci desezonirani pri čemu je 2000.godina korišćena kao bazna (podaci su prikupljeni od Agencije za Privredne registre). Cilj prikupljanja podataka je da se istraži kretanje broja zaposlenih, prihoda od prodaje, produktivnosti, neto profita, povraćaja na kapital i povraćaja na aktivu u slučaju kupljenih preduzeća od strane inostranog vlasnika (akvizicije), novoizgrađenih pogona za proizvodnju (greenfield investicija), najvećih konkurenata na tržištu i glavnih dobavljača.

Na grafikonu 38 prikazana je prosečna procentualna promena broja radnika u slučaju akvizicija, greenfield investicija, najvećih konkurenata na tržištu i glavnih dobavljača. Kao bazna godina (t) uzeta je godina kupovine preduzeća od strane inostranog vlasnika (u slučaju akvizicija), godina u kojoj je otpočela proizvodnja u novoizgrađenim postrojenjima (u slučaju greenfield investicija), odnosno godina u kojoj je došlo do akvizicije odnosno početka rada greenfield postrojenja (u slučaju glavnih konkurenata i najvećih dobavljača).

Kao što se može videti na grafiku, u slučaju akvizicija postoji trend pada broja zaposlenih koji je otpočeo još pre nego što je došlo do akvizicije (3 godine pre akvizicije preduzeća u uzorku su u proseku imala 20% više radnika nego u godini akvizicije), koji je nastavljen kupovinom preduzeća od strane inostranog vlasnika. Kupljena preduzeća su posle 3 godine imale u proseku 13% manje radnika a nakon 6 godina, čak 24% manje

radnika. Samo 23% kupljenih preduzeća je posle 6 godina imalo više radnika nego u godini akvizicije, dok je većina zabeležila drastičan pad broja zaposlenih.

Grafikon 38: Prosečna procentualna promena broja radnika



Izvor: Kalkulacija autora na osnovu podataka dobijenih od APR-a

U slučaju greenfield investicija uticaj na zaposlenost je intuitivno jasna jer se otvaranjem novog postrojenja otvaraju nova radna mesta, a u slučaju povećanja obima proizvodnje taj broj se povećava tokom godina, što se pokazalo i na izabranom uzorku. Već posle prve godine poslovanja broj radnika je u proseku porastao 2.3 puta, posle čega je usledio konstantan ali nešto sporiji rast (6 godina od početka poslovanja broj radnika je u proseku 3.13 puta veći nego u baznoj godini). Kod samo jednog preduzeća u uzorku je zabeležen manji broj radnika 6 godina nakon početka poslovanja preduzeća u odnosu na početan broj radnika.

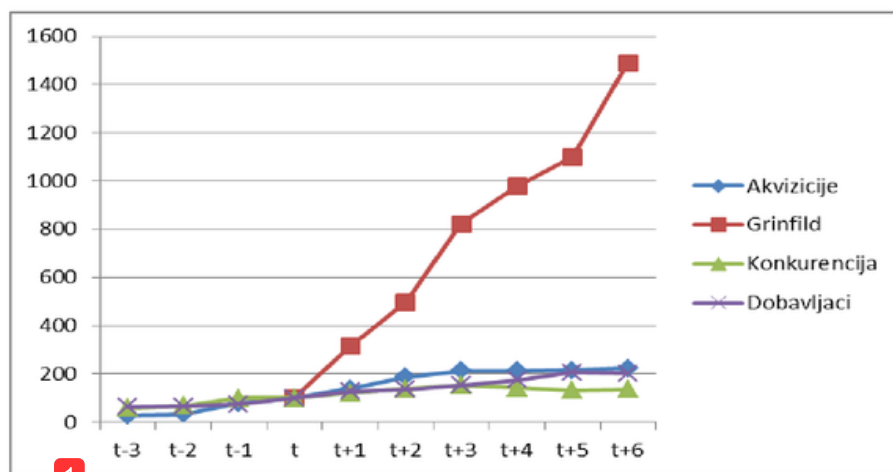
U slučaju najvećih konkurenata, nakon blagog početnog pada u periodu pre pojave stranog investitora na tržištu, dolazi do oštrog pada broja zaposlenih u godinama koje slede nakon pojave stranog preduzeća na tržištu. U proseku, tri godine pre pojave stranog preduzeća, konkurenti su imali 9.6% više radnika nego u baznoj godini, dok su već posle jedne godine od ulaska stranog preduzeća na tržište imali 20% manje radnika nego u baznoj godini. U šestoj godini od ulaska stranog preduzeća na tržište, najveći

konkurenti su imali samo 51.46% broja radnika u odnosu na baznu godinu. Na osnovu ovoga možemo reći da postoje negativni horizontalni efekti prelivanja koji se odnose na smanjenje broja zaposlenih kod glavnih konkurenata.

U slučaju glavnih dobavljača, postoji trend rasta broja zaposlenih. Ovaj trend je postojao i u godinama pre ulaska stranog preduzeća na tržište (tri godine pre akvizicije, dobavljači su u proseku imali 54.5% radnika u odnosu na baznu godinu), a nastavljen je sličnim tempom i nakon akvizicije (tri godine nakon akvizicije broj radnika je povećan za 36.3% a u šestoj godini nakon akvizicije za 64.7% u odnosu na baznu godinu). Samo jedan dobavljač u uzorku je imao blago smanjenje broja zaposlenih u šestoj godini nakon akvizicije u odnosu na baznu godinu. U ovom slučaju, možemo govoriti o postojanju pozitivnih vertikalnih efekata prelivanja ali ih je teško u potpunosti razgraničiti sa već postojećim trendom rasta broja zaposlenih pre ulaska stranog investitora.

Dakle možem zaključiti da je u slučaju akvizicija došlo do smanjenja broja zaposlenih, u slučaju greenfield investicija do otvaranja novih radnih mesta i povećanja broja zaposlenih sa povećanjem obima proizvodnje, kod konkurenata je došlo do negativnih horizontalnih efekata prelivanja kad je zaposlenost u pitanju a kod glavnih dobavljača do blago pozitivnih vertikalnih efekata prelivanja.

Grafikon 39: Prosečna procentualna promena prihoda od prodaje



Izvor: Kalkulacija autora na osnovu podataka dobijenih od APR-a

Na grafikonu 39 prikazana je prosečna procentualna promena prihoda od prodaje u slučaju akvizicija, greenfield investicija, najvećih konkurenata na tržištu i glavnih dobavljača. Kao što se može uočiti na grafiku, u slučaju akvizicija postoji trend rasta prihoda od prodaje, koji je postojao i pre akvizicije. Prosečni prihodi od prodaje, tri godine pre akvizicije su bili samo 28% u odnosu na one u godini akvizicije, dve godine nakon akvizicije su bili veći za 87% nego u baznoj godini a u trećoj godini od akvizicije čak 2.14 puta veći nego u baznoj godini (samo 9% uzorka nije imalo veće prihode od prodaje u trećoj godini od akvizicije u odnosu na baznu godinu). U narednim godinama, prihodi od prodaje su se stabilizovali, sa tendencijom blagog rasta, pa su u šestoj godini od akvizicije bili 2.24 puta veći u odnosu na baznu godinu.

U slučaju greenfield investicija prosečan rast prihoda od prodaje u odnosu na baznu godinu je drastičniji ali to je i razumljivo s obzirom na velike mogućnosti za poboljšanje procesa proizvodnje, produktivnosti, kvaliteta i osobina samih proizvoda, poboljšanje kanala distribucije, penetracije novih tržišta, bolje pozicioniranosti na već postojećim i bolje informisanosti kupaca o proizvodima koje preduzeće nudi. Već posle samo jedne godine od početka proizvodnje, prihodi od prodaje su bili 3.15 puta veći u odnosu na baznu godinu, nakon treće 8.21 puta veći a nakon šeste godine od početka proizvodnje čak 14.88 puta veći u odnosu na baznu godinu.

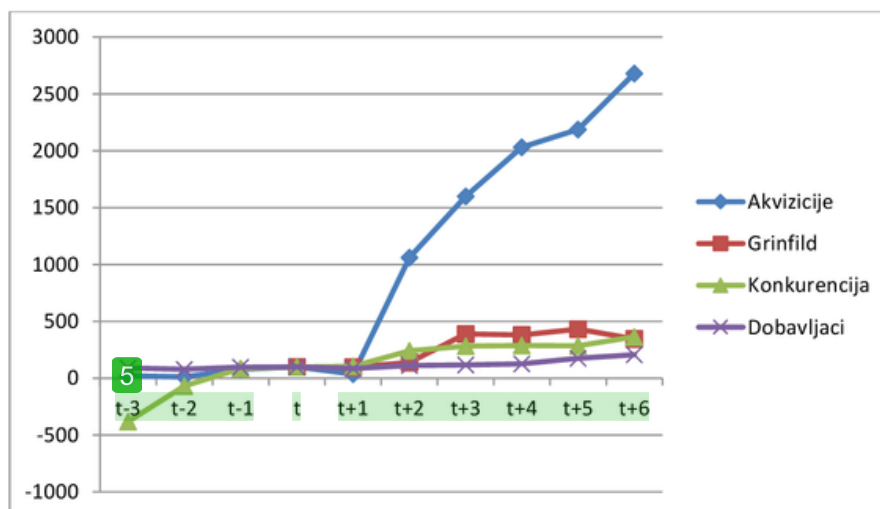
U slučaju najvećih konkurenata postojala je tendencija umerenog rasta prihoda od prodaje do treće godine od ulaska stranog preduzeća na tržište. Tri godine pre ulaska stranog preduzeća na tržište, prosečni prihodi od prodaje su bili 60% u odnosu na baznu godinu, tri godine nakon ulaska stranog preduzeća na tržište prihodi od prodaje su bili 53% veći nego u baznoj godini (samo 25% uzorka je imalo manje prihode od prodaje u trećoj godini u odnosu na baznu). To sugeriše da su najveći konkurenti, bez obzira što je rast njihovih prihoda od prodaje bio sporiji u odnosu na akvizicije, imali dovoljno tržišnog prostora i mogućnosti za rast i razvoj. Nakon treće godine od ulaska stranog preduzeća na tržište, dolazi do pada prosečnih prihoda od prodaje, koji su šestoj godini od ulaska stranog preduzeća na tržište bili samo 37% veći u odnosu na baznu godinu (37.5% uzorka ima manje prihode od prodaje u odnosu na baznu godinu).

Iz tog razloga, možemo govoriti o negativnim horizontalnim efektima preliivanja koji se ogledaju u istiskivanju najvećih konkurenata sa tržišta.

U slučaju glavnih dobavljača postoji trend stalnog rasta prihoda od prodaje koji je za nijansu sporiji u odnosu na akvizicije. Tri godine pre ulaska stranog preduzeća na tržište, prosečni prihodi od prodaje dobavljača su bili 64% u odnosu na baznu godinu, godinu dana nakon ulaska stranog preduzeća na tržište 28% veći, a u trećoj godini 53% veći u odnosu na baznu godinu (isto kao i u slučaju najvećih konkurenata). Za razliku od konkurenata koji su zabeležili pad prihoda od prodaje nakon treće godine, dobavljači su nastavili sa rastom prihoda od prodaje, pa su u šestoj godini od ulaska stranog preduzeća na tržište imali 2.02 puta veće prihode od prodaje u odnosu na baznu godinu (sva preduzeća u uzorku su imali veće prihode od prodaje u šestoj u odnosu na baznu godinu).

Dakle, možemo zaključiti da u slučaju akvizicija, greenfield investicija i dobavljača postoji trend rasta prihoda od prodaje, dok u slučaju konkurenata postoje negativni horizontalni efekti preliivanja koji se ogledaju u istiskivanju sa tržišta i pada prihoda od prodaje nakon treće godine od ulaska stranog preduzeća na tržišta.

Grafikon 40: Prosečna procentualna promena produktivnosti



1

Izvor: Kalkulacija autora na osnovu podataka dobijenih od APR-a

Na grafikonu 5 prikazana je prosečna procentualna promena produktivnosti u slučaju akvizicija, greenfield investicija, najvećih konkurenata na tržištu i glavnih dobavljača.

Produktivnost rada (P) je merena po najčešće korišćenom metodu, kao količnik dodate vrednosti (VA) po radniku (N). Dodata vrednost je izračunata metodom oduzimanja, tako što su od prihoda od prodaje (S) oduzeti troškovi materijala (CM) i nabavna vrednost prodate robe (VG).

$$P = \frac{VA}{N} = S - (CM + VG) \quad (22)$$

Kao što se može videti na grafiku, u slučaju akvizicija postoji drastičan skok prosečne produktivnosti rada. Ovaj trend bio je prisutan i pre akvizicije, tri godine pre kupovine preduzeća od strane inostrane kompanije produktivnost je bila samo 22% u odnosu na baznu godinu. Pad produktivnosti zabeležen je jedino u prvoj godini nakon akvizicije što se može objasniti organizacionim promenama i promenama u procesu proizvodnje. Već u drugoj godini nakon akvizicije, produktivnost je bila 10 puta veća nego u baznoj godini, a u šestoj godini nakon akvizicije čak 26 puta veća nego u baznoj godini (kod samo jednog preduzeća je zabeležena manja produktivnost nego u baznoj godini). To sugerise da je pristupačnost specifičnim resursima koje poseduju strana kompanije omogućilo privatizovanim preduzećima da drastično poboljšaju svoju produktivnost. Jedan deo rasta produktivnosti leži i u boljoj organizaciji procesa rada i smanjenju broja zaposlenih.

U slučaju greenfield investicija, takođe postoji trend rasta prosečne produktivnosti. To je posebno uočljivo nakon druge godine započinjanja proizvodnje kada je produktivnost rada bila 37% veća nego u baznoj godini, a u petoj godini je bila 4.3 puta veća nego u baznoj godini. U šestoj godini zabeležen je blagi pad produktivnosti u odnosu na predhodnu godinu, ali je i dalje samo 18% uzorka u toj godini imalo manju produktivnost u odnosu na baznu godinu.

U slučaju najvećih konkurenata takođe postoji trend rasta prosečne produktivnosti rada. U godinama koje predhode ulasku stranog preduzeća na tržište, konkurenti su zabeležili

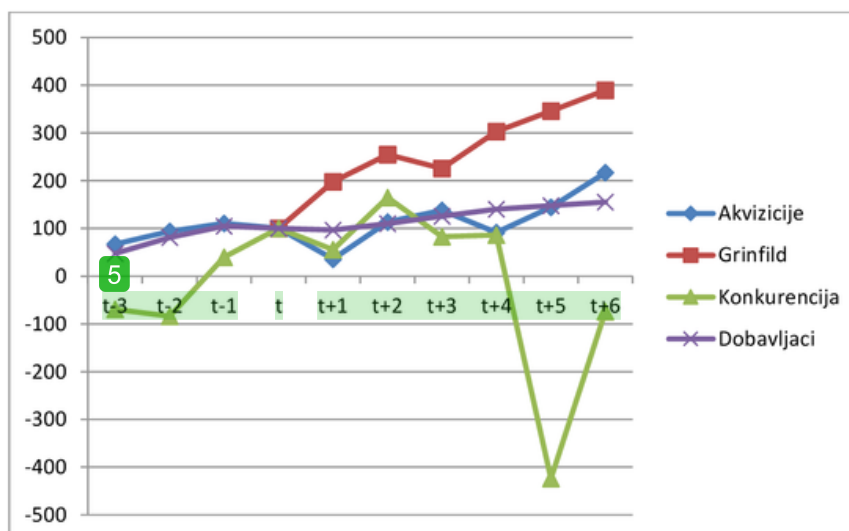
negativnu produktivnost (negativna dodata vrednost, prihodi od prodaje su bili manji nego zbir troškova materijala i nabavne vrednosti dodate robe) , a nakon ulaska stranog preduzeća na tržište konkurenti su ostvarivali pozitivnu produktivnost koja je počela drastično da raste u drugoj godini nakon ulaska stranog preduzeća na tržište. Tako na primer, u drugoj godini nakon ulaska stranog preduzeća na tržište produktivnost rada je bila 2,4 puta veća nego u baznoj godini, a u šestoj godini 3,6 puta veća nego u baznoj godini. U ovom slučaju možemo govoriti o pozitivnim horizontalnim efektima prelivanja.

I u slučaju dobavljača, postoji trend rasta prosečne produktivnosti rada koji je umereniji u odnosu na akvizicije, greenfield investicije i najveće konkurente. Tri godine pre pojave stranog preduzeća na tržište, prosečna produktivnost je bila 88% u odnosu na baznu godinu, tri godine nakon ulaska stranog preduzeća na tržište je bila 16% veća u odnosu na baznu godinu, a u šestoj godini 2,06 puta veća nego u baznoj godini. U ovom slučaju možemo govoriti o pozitivnim vertikalnim efektima prelivanja.

Na osnovu svega možemo zaključiti da je i kod akvizicija, greenfield investicija, najvećih konkurenata i glavnih dobavljača zabeležen rast produktivnosti rada. Najveći rast produktivnosti rada zabeležen je kod akvizicija, kao posledica korišćenja specifičnih resursa stranih kompanija, savremenih organizacionih metoda i poboljšanja procesa proizvodnje. U slučaju najvećih konkurenata došlo je do pozitivnih horizontalnih, a u slučaju glavnih dobavljača do pozitivnih vertikalnih efekata prelivanja.

Na grafikonu 41 prikazana je prosečna procentualna promena neto profita u slučaju akvizicija, greenfield investicija, najvećih konkurenata na tržištu i glavnih dobavljača. Kao što se može videti sa grafika, u slučaju akvizicija postoji trend rasta prosečnog neto profita. Tri godine pre akvizicije neto profit je bio 66% u odnosu na baznu godinu, a godinu dana pre akvizicije je bio za 10% veći nego u baznoj godini. Nakon same akvizicije, u prvoj godini došlo je do pada neto profita koji je iznosio svega 35% u odnosu na baznu godinu ali nakon toga postoji snažan trend rasta neto profita koji je u šestoj godini nakon akvizicije bio 2,17 puta veći nego u baznoj godini. Rast neto profita strane kompanije ima posledice i na repatriaciju profita, odnosno račun dohotka u okviru tekućeg računa platnog bilansa.

Grafikon 41: Prosečna procentualna promena neto profita



Izvor: Kalkulacija autora na osnovu podataka dobijenih od APR-a

I u slučaju greenfield investicija, postoji trend rasta prosečnog neto profita. Drastičan rast neto profita je posledica poboljšanja kanala distribucije, penetracije novih tržišta, bolje pozicioniranosti na već postojećim i bolje informisanosti kupaca o proizvodima koje preduzeće nudi. Već u prvoj godini nakon odpočinjanja proizvodnje, prosečan neto profit je za 98% veći nego u baznoj godini, u četvrtoj godini je bio tri puta veći, a u šestoj 3,89 puta veći nego u baznoj godini.

U slučaju najvećih konkurenata postoji suprotan trend u odnosu na akvizicije i greenfield investicije, jer je uočljiv trend pada prosečnog neto profita. U godinama koje predhode ulasku stranog preduzeća na tržište postojao je trend rasta neto profita (u početku prosečan neto profit je bio negativan, većina preduzeća iz uzorka su beležili gubitke) , ali je taj trend rasta zaustavljen ulaskom stranog preduzeća na tržište, već posle prve godine od ulaska stranog preduzeća na tržišta, konkurenti su ostvarili samo 55% neto profita u odnosu na baznu godinu. Nakon stabilizacije u narednih dve, tri godine zabeležen je oštar pad neto profita u petoj i šestoj godini kada je ponovo zabeležen negativan prosečan neto profit (čak 55,5% uzorka je zabeležilo gubitak). Iz ovoga se

jasno može zaključiti da postoje negativni horizontalni efekti prelivanja, koji se ogledaju u istiskivanju sa tržišta i smanjenju neto profita.

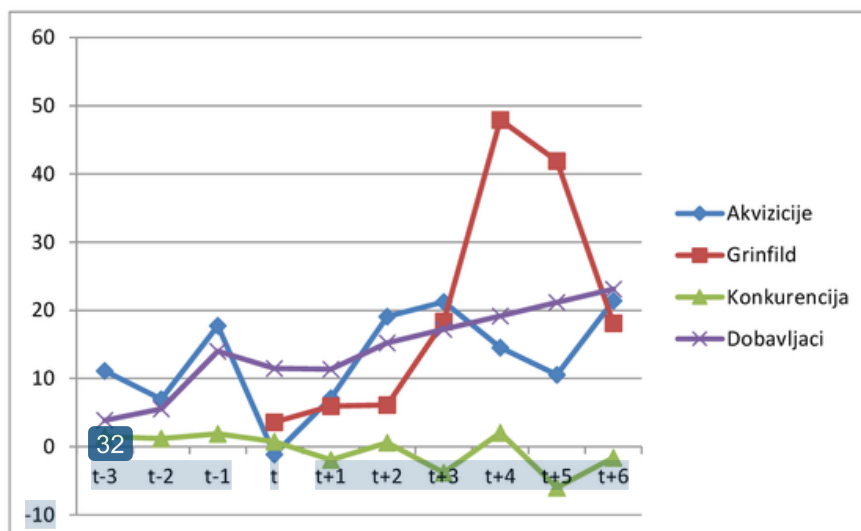
U slučaju glavnih dobavljača postoji trend umerenog rasta neto profita koji je postojao i pre ulaska stranog preduzeća na tržište. Tri godine pre ulaska stranog preduzeća na tržište prosečan neto profit dobavljača je bio 47%¹² u odnosu na baznu godinu, tri godine nakon ulaska stranog preduzeća na tržište je bio za 25% veći u odnosu na baznu godinu a u šestoj godini za 55% veći u odnosu na baznu godinu (samo 25% uzorka imalo je manji profit u šestoj godini u odnosu na baznu godinu) . U ovom slučaju možemo govoriti o umerenim, pozitivnim, vertikalnim efektima prelivanja.

Na osnovu svega možemo zaključiti da je kod akvizicija i greenfield investicija zabeležen značajan rast neto profita, kod najvećih konkurenata pad neto profita (negativni horizontalni efekti prelivanja), a kod glavnih dobavljača umereni rast neto profita (umereni pozitivni vertikalni efekti prelivanja).

Na grafikonu 42 prikazana je prosečna promena stope prinosa na sopstveni kapital u slučaju akvizicija, greenfield investicija, najvećih konkurenata na tržištu i glavnih dobavljača. Ovo je ujedno i prvi grafik na kome ima smisla praviti direktno poređenje između različitih tipova investicija.

Sa grafika možemo uočiti da u slučaju akvizicija nije moguće uočiti odgovarajući trend, s obzirom da je kretanje prosečne stope prinosa na sopstveni kapital (ROE) prilično volatilno. Godinu dana pre akvizicije prosečni ROE je bio 17,7, da bi u godini akvizicije dostigao najnižu vredost u posmatranom periodu - 1,1. U prve tri godine nakon akvizicije, ROE je imao rastući trend, maksimum je upravo bio u trećoj godini kad je prosečni ROE bio 21,2 (kompanije sa takvim ROE se smatraju atraktivnim za ulaganje) a preko 70% uzorka je imalo veći ROE nego u baznoj godini.

Grafikon 42: Prosečna promena stope prinosa na sopstveni kapital



Izvor: Kalkulacija autora na osnovu podataka dobijenih od APR-a

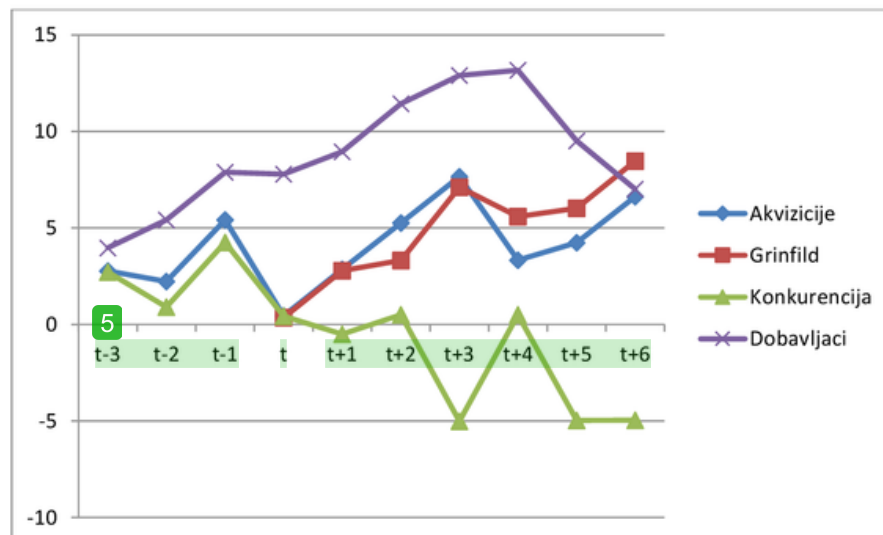
U slučaju greenfield investicija, postoji trend rasta ROE, pogotovu nakon treće godine od započinjanja proizvodnje. Sa grafika se može uočiti da je stope prinosa na sopstveni kapital u slučaju greenfield investicija u četvrtoj i petoj godini u odnosu na baznu ubedljivo najveća u odnosu na ostala preduzeća i ima vrednost preko 40, što sugerise da se radi o veoma brzo ratućim preduzećima.

U slučaju konkurencije, postoji trend pada ROE, pogotovo nakon ulaska stranog preduzeća na tržište, od kada je uglavnom ima negativne vrednosti. Dobavljači sa druge strane, imaju umeren ali stabilan rast ROE, koji najveću vrednost beleži u šestoj godini iznosi 23,1. Na osnovu svega, možemo zaključiti da su najbolji prinos na sopstveni kapital imale greenfield investicije i dobavljači, nešto slabiju akvizicije dok su konkurenti beležili gubitke pogotovo nakon treće godine od ulaska stranog preduzeća na tržište.

U slučaju prosečne promene stope prinosa na aktivu (ROA) rezultati su nešto drugačiju u odnosu na poređenje prosečnog ROE. Najbolji rezultat su imali dobavljači jer su u odnosu na svoju aktivu (koja je dosta manja u odnosu na preduzeća sa kojima se

porede) imali veću dobit u odnosu na greenfield investicije i akvizicije. Kao i u slučaju ROE, i u slučaju ROA najveći konkurenti su imali najlošije vrednosti.

Grafikon 43: Prosečna promena stope prinosa na aktivu



Izvor: Kalkulacija autora na osnovu podataka dobijenih od APR-a

Korišćenjem mešovitog modela, metode najmanjih kvadrata (OLS) sa fiksnim efektima, dokazano je da su strane direktne investicije pozitivno uticale na rast srpskog izvoza, na osnovu čega možemo da prihvatimo prvu posebnu hipotezu. Kada su uključene sve varijable u model, povećanje kumulativnog nivoa SDI od 1% dovodi do povećanja izvoza od 0,035% uz nivo značajnosti od 5%. Kada bruto investicije nisu uključene u model, uticaj SDI je još snažniji, povećanje kumulativnog nivoa SDI od 1% dovodi do povećanja izvoza od 0,149% uz nivo značajnosti od 1%. Rezultati prethodno izvršene korelacione analize ukazuju na postojanje jake pozitivne korelacije između stranih direktnih investicija i izvoza (Pirsonov koeficijent korelacije iznosi 0,619).

Takođe, pozitivan uticaj SDI na izvoz se manifestuje preko produktivnost kada SDI i bruto investicije nisu uključene u model. Povećanje produktivnosti od 1% dovodi do povećanja izvoza od 1,294% uz nivo značajnosti od 1%. Izgleda da je produktivnost kanal preko koga su SDI uticale na bolje izvozne performanse srpske industrije. Iz tog

razloga možemo da prihvatimo drugu posebnu hipotezu, da su strane direktne investicije dovele do rasta produktivnosti kod velikog broja preduzeća u privredi. To je potvrđeno istraživanjem na mikro nivou kada je zabeležen rast produktivnosti kod akvizicija, greenfield investicija, konkurenata i dobavljača.

Od ostalih posmatranih varijabli, bruto investicije su imale snažan uticaj na izvoz (povećanje bruto investicija od 1% dovodi do povećanja izvoza od 0,240% uz nivo značajnosti od 1%), realan efektivni devizni kurs nije imao veliki uticaj na izvoz, dok su jedinični troškovi rada bili statistički značajni u modelu u kome nisu uključene SDI.

Istraživanje sprovedeno na nivou preduzeća ukazuje na postojanje horizontalnih i vertikalnih efekata prelivanja. Pozitivni efekti prelivanja su blagi rast broja zaposlenih kod glavnih dobavljača, rast prihoda od prodaje kod glavnih dobavljača, rast produktivnosti rada kod najvećih konkurenata i glavnih dobavljača, rast neto profita, stope prinosa na sopstveni kapital i stope prinosa na aktivu kod glavnih dobavljača. Na osnovu ovoga možemo da prihvatimo treću posebnu hipotezu, strane direktne investicije su putem vertikalnih efekata prelivanja pozitivno uticale na glavne dobavljače.

Negativni efekti prelivanja ogledaju se u smanjenju broja zaposlenih kod najvećih konkurenata, istiskivanju sa tržišta i pada prihoda od prodaje, neto profita, stope prinosa na sopstveni kapital i stope prinosa na aktivu kod konkurenata stranih afilijacija. Na osnovu ovoga moramo da odbacimo četvrtu posebnu hipotezu, strane direktne investicije su dovele do značajnijeg istiskivanja sa tržišta najvećih konkurenata.

Dakle, strane direktne investicije su pozitivno uticale na rast srpskog izvoza i produktivnosti rada, kao i pozitivno uticale na glavne dobavljače. Pored toga, istraživanje na mikro nivou je pokazalo postojanje tendencije pada broja zaposlenih, rasta produktivnosti, prihoda od prodaje, neto profita, stope prinosa na sopstveni kapital i stope prinosa na aktivu u slučaju akvizicija. Ovo sugeriše da je promena vlasništva i dostupnost specifičnih resursa koje poseduju strane kompanije imala pozitivan uticaj na privatizovana preduzeća. U slučaju greenfield investicija zabeležen je tend rast broja zaposlenih, rasta produktivnosti, prihoda od prodaje, neto profita, stope prinosa na

sopstveni kapital i stope prinosa na aktivu. Ovo nam daje dovoljno osnova da prihvatimo generalnu hipotezu, strane direktne investicije su imale pozitivan uticaj na srpsku prerađivačku industriju.

5. Uticaj stranih direktnih investicija na račun dohotka Srbije

22

Strane direktne investicije mogu da imaju pozitivan ili negativan uticaj na spoljnotrgovinski bilans u zavisnosti od njihove sektorske distribucije. Imajući u vidu da je dohodak od SDI jedna od stavki računa dohotka, strane direktne investicije u isto vreme vrše uticaj na račun dohotka. Uticaj stranih direktnih investicija na račun dohotka zavisi od kumulativnog nivoa stranih direktnih investicija (veći kumulativni nivo stranog kapitala znači i veće dohotke po osnovu korišćenja tog kapitala) i od profitabilnosti poslovanja stranih afilijacija.

S obzirom da deluju i na spoljnotrgovinski bilans i na račun dohotka, strane direktne investicije imaju veoma važnu ulogu u oblikovanju strukture tekućeg računa. Ova teza će biti proverena komparativnom analizom na ⁶⁷orku zemalja centralne Evrope i baltičkog regiona (ovoj grupi zemalja pripadaju Češka, Estonija, Mađarska, Letonija, Litvanija, Poljska, Slovačka i ⁵⁶ Slovenija) sa tranzicionim zemalja jugoistočne Evrope (ovoj grupi zemalja pripadaju Albanija, Bosna i Hercegovina, Bugarska, Crna Gora, Hrvatska, Makedonija, Rumunija i Srbija).

Autor se opredelio za komparativnu analizu ove dve grupe zemalja iz dva razloga. Prvo, zemlje centralne Evrope i baltičkog regiona su bile mnogo uspešnije u privlačenju stranih direktnih investicija (kumulativni nivo stranih direktnih investicija u toj grupi zemalja na kraju 2014.godine iznosi 579.5 milijardi dolara dok u grupi zemalja koje pripadaju jugoistočnoj Evropi iznosi 201.1 milijardi dolara - kalkulacija autora na osnovu podataka UNCTADstat). Drugo, zemlje centralne Evrope privukle su mnogo veći nivo izvezno orijentisanih investicija u industrijskom sektoru koje pozitivno utiču na spoljnotrgovinski bilans. Na osnovu ovih činjenica treba očekivati razliku u strukturi tekućeg računa, što potvrđuje i tabela 42 gde su prikazani zbirni tekući računi za ove dve grupe zemalja.

Tabela 42: Struktura zbirnog tekućeg računa za grupu zemalja centralne Evrope i baltičkog regiona (2000-2013) i za grupu zemalja Jugoistočne Evrope (2004-2013), u milionima EUR

Zemlje centralne Evrope i baltičkog regiona					
Godina	Tekući račun	Trgovinski bilans	Bilans usluga	Račun dohotka	Tekući transferi
2000	-21,357	-25,316	6,797	-5,854	3,016
2001	-17,581	-21,155	7,055	-7,105	3,623
2002	-19,321	-18,865	4,948	-9,850	4,445
2003	-19,201	-15,909	3,198	-10,843	4,353
2004	-25,717	-16,051	3,980	-17,752	4,105
2005	-18,981	-12,068	6,315	-18,184	4,956
2006	-29,919	-19,358	7,216	-22,774	4,996
2007	-43,379	-24,009	9,850	-34,572	5,352
2008	-44,745	-31,157	10,557	-28,614	4,469
2009	-12,390	-1,192	10,141	-27,266	5,927
2010	-19,086	-5,442	11,619	-32,078	6,816
2011	-26,082	-7,529	14,333	-39,654	6,768
2012	-13,742	3,600	16,460	-39,349	5,547
2013	-582	14,348	17,637	-39,377	6,810
Zemlje jugoistočne Evrope (bez Crne Gore)					
Godina	Tekući račun	Trgovinski bilans	Bilans usluga	Račun dohotka	Tekući transferi
2004	-13,257	-25,991	5,927	-2,648	9,454
2005	-16,701	-30,207	6,485	-3,078	10,099

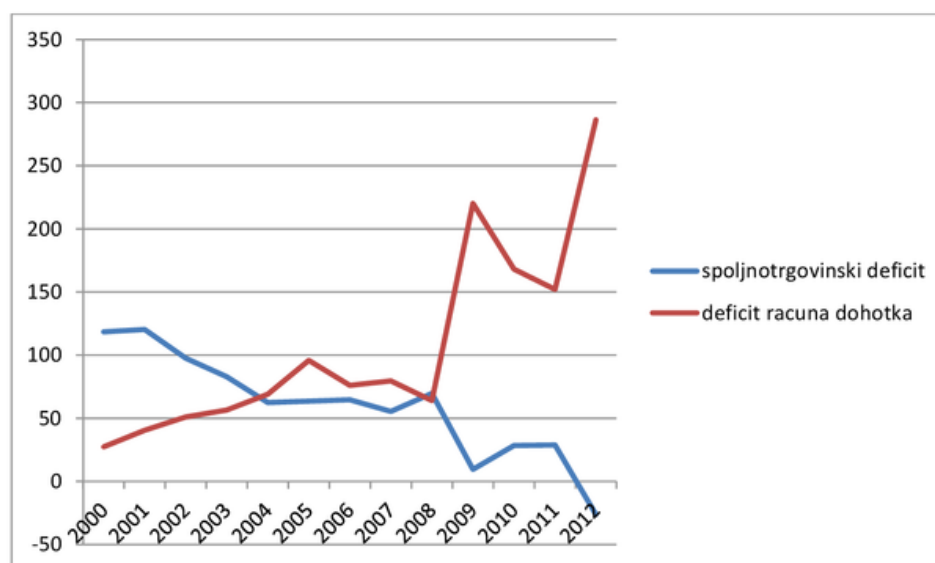
2006	-19,037	-36,688	9,500	-4,942	13,093
2007	-34,592	-48,905	8,909	-8,000	13,404
2008	-39,118	-55,871	10,149	-7,614	14,217
2009	-14,484	-30,737	8,116	-5,184	13,321
2010	-9,406	-25,755	8,418	-5,421	13,352
2011	-12,398	-29,454	10,574	-7,178	13,660
2012	-12,040	-29,683	11,450	-7,194	13,387
2013	-4,095	-23,509	13,248	-8,432	14,598

Izvor: Kalkulacija autora na osnovu podataka Eurostat i centralnih banaka zemalja

Iz tabele jasno možemo uočiti da je u slučaju grupe zemalja centralne Evrope došlo do promene u strukturi deficita tekućeg računa. U 2000. godini glavni uzrok deficita tekućeg računa predstavljao je spoljnotrgovinski deficit dok je u 2013. godini to bio račun dohotka. U slučaju grupe zemalja jugoistočne Evrope (zbog nedostupnosti podataka u analizi se posmatra kraći interval) vidimo da nije došlo do tako dramatične promene, glavni uzrok deficita tekućeg računa je bio i ostao spoljnotrgovinski bilans. Povoljna okolnost za zemlje jugoistočne Evrope je što imaju visoke prilive sredstava po osnovu tekućih transfera koji znatno ublažuju deficite tekućeg računa (možemo videti iz tabele da su prilivi sredstava po tekućim transakcijama skoro duplo veći nego u slučaju grupe zemalja centralne Evrope).

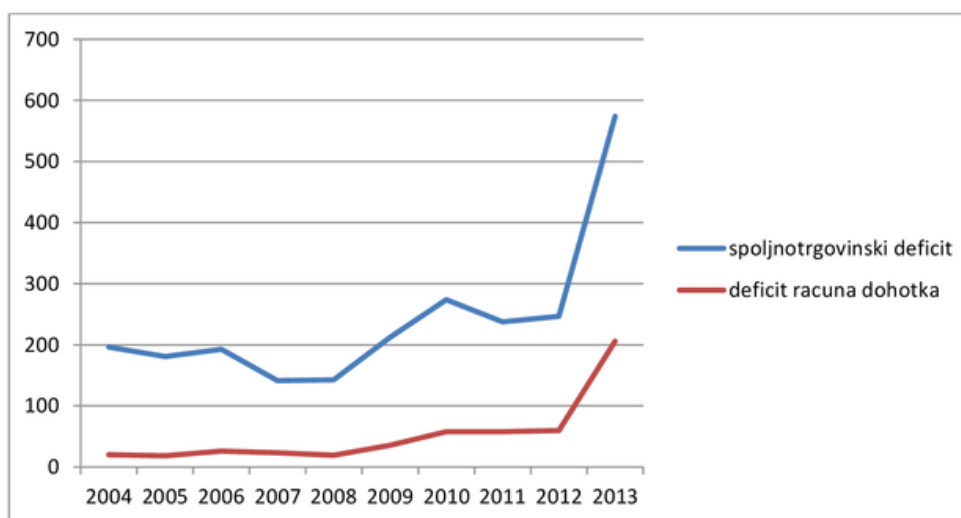
Da bi se jasnije uočila promena strukture tekućeg računa grafički je prikazano kretanje udela spoljnotrgovinskog deficita i deficita računa dohotka u deficitu tekućeg računa.

Grafikon 44: Udeo trgovinskog deficita i deficita računa dohotka u deficitu tekućeg računa za grupu zemalja centralne Evrope i baltičkog regiona, 2000-2013



Izvor: Kalkulacija autora

Grafikon 45: Udeo trgovinskog deficita i deficita računa dohotka u deficitu tekućeg računa za grupu zemalja jugoistočne, 2004-2013



Izvor: Kalkulacija autora

Pad udela spoljnotrgovinskog deficita u deficitu tekućeg računa u slučaju zemalja centralne Evrope sugerše da je došlo do podizanja konkurentnosti njihove privrede. Sa druge strane u zemljama jugoistočne Evrope prisutna je tendencija rasta udela i spoljnotrgovinskog deficita i deficita računa dohotka. Rastući udeo spoljnotrgovinskog deficita u deficitu tekućeg računa sugerše na visoku uvoznu zavisnost privreda tog regiona i na neadekvatno sprovedenu tranziciju koja nije dovela do povećanja konkurentnosti domaće privrede. Očigledno je da bez obzira što kreatori ekonomske politike smatraju strane direktne investicije stubom razvoja ekonomije ne smeju se zanemariti njihove dugoročne posledice – neizbežan deficit računa dohotka.

Da bi se potpunije shvatila uloga stranih direktnih investicija u kreiranju deficita računa dohotka neophodno je analizirati strukturu računa dohotka. Bilans računa dohotka se dobija sabiranjem neto pozicija dohotka na osnovu rada (plate i naknade zaposlenih nerezidenata) i dohotka na osnovu ulaganja kapitala. U dohotke na osnovu ulaganja kapitala spadaju dohoci od direktnih investicija, portfolio investicija i ostalih investicija (pod dohocima ostalih investicija smatraju se kamate na kratkoročne, srednjoročne i dugoročne inostrane kredite).

Račun dohotka za grupe zemalja koje se analiziraju predstavljeni su u tabeli 43 (tabela je dobijena sabiranjem neto pozicija svih stavki računa dohotka svih zemalja u uzorku). Iz tabele se jasno uočava da dohoci po osnovu stranih direktnih investicija imaju ubedljivo najveći značaj u oblikovanju računa dohotka i u grupi zemalja centralne Evrope i u grupi zemalja jugoistočne Evrope. Razlika se može uočiti u dohotku od portfolio investicija (gde su prisutni odliva kapitala u grupi zemalja centralne Evrope koje imaju mnogo razvijenije finansijsko tržište za razliku od regiona jugoistočne Evrope gde su finansijska tržišta nedovoljno razvijena i plitka) i u dohotku od ostalih investicija (odlivi po osnovu ostalih investicija imaju veći uticaj na račun dohotka u grupi zemalja jugoistočne Evrope).

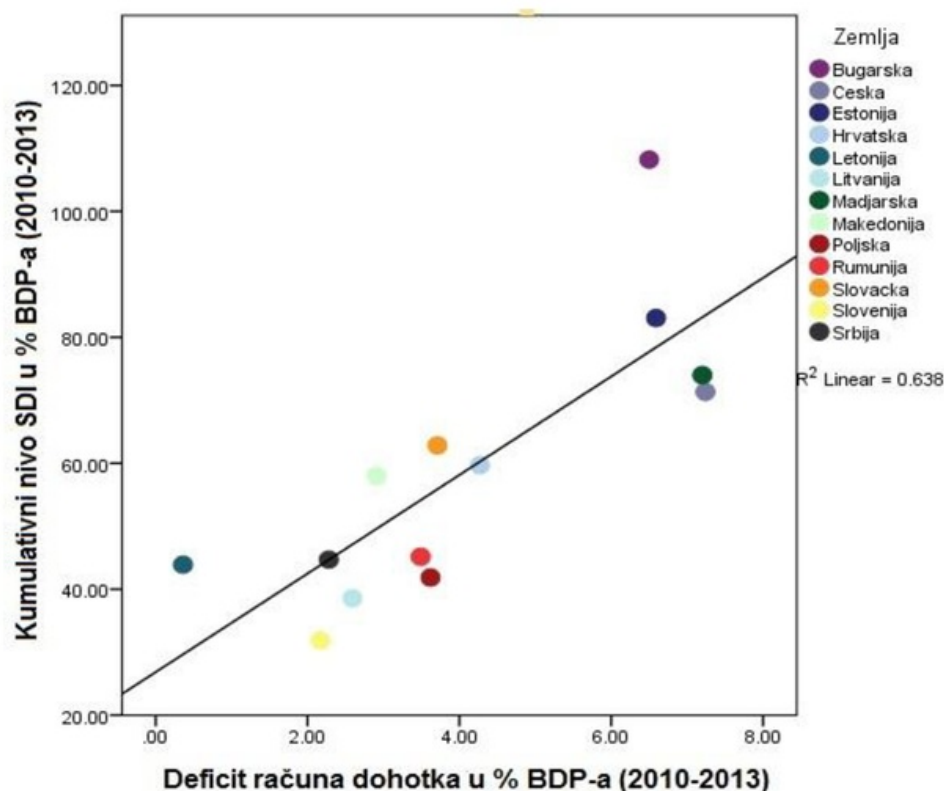
Tabela 43: Struktura računa dohotka grupe zemalja centralne Evrope i baltičkog regiona (2000-2013) i grupe zemalja Jugoistočne Evrope (2004-2013), u milionima EUR

Zemlje centralne Evrope i baltičkog regiona						
Godina	Račun dohotka	Dohodak od direktnih investicija	Dohodak od portfolio investicija	Dohodak od ostalih investicija	Kompenzacije zaposlenima	Udeo dohotka od SDI u računu dohotka
2000	-5,853	-5,683	-719	-100	649	97.09%
2001	-7,105	-6,978	-608	-35	517	98.22%
2002	-9,850	-8,823	-1,045	-426	444	89.57%
2003	-10,843	-9,339	-1,766	-666	929	86.13%
2004	-17,752	-18,109	-1,994	-769	3,121	102.01%
2005	-18,184	-20,039	-2,235	-510	4,601	110.21%
2006	-22,774	-25,461	-2,646	-144	5,478	111.80%
2007	-34,572	-35,211	-2,803	-1,250	4,693	101.85%
2008	-28,614	-24,349	-3,855	-4,003	3,592	85.10%
2009	-27,266	-24,851	-3,211	-2,737	3,533	91.14%
2010	-32,078	-29,011	-4,654	-2,232	3,819	90.44%
2011	-39,654	-35,383	-6,127	-2,931	4,787	89.22%
2012	-39,349	-33,367	-7,923	-3,141	5,081	84.79%
2013	-39,377	-33,521	-9,064	-1,903	5,109	85.12%
Zemlje jugoistočne Evrope (bez Albanije i Bosne i Hercegovine)						
2007	-8,515	-8,584	181	-2,463	2,350	100.81%
2008	-8,033	-6,763	411	-4,175	2,493	84.18%
2009	-5,463	-3,677	529	-4,064	1,745	67.29%
2010	-5,683	-3,736	62	-3,678	1,667	65.74%
2011	-7,105	-4,955	-209	-4,318	2,377	69.73%
2012	-7,095	-2,722	-391	-4,194	212	38.36%
2013	-8,634	-4,717	-827	-3,433	343	54.63%

Izvor: Kalkulacija autora na osnovu podataka Eurostat i centralnih banaka zemalja

U cilji potvrđivanja teze da strane direktne investicije imaju najvažniju ulogu u oblikovanju računa dohotka, posmatračemo odnos između kumulativnog nivoa stranih direktnih investicija i deficita računa dohotka. Za svaku zemlju (osim Albanije, BiH i Crne Gore koje su imale suficit računa dohotka) izračunat je prosečan deficit računa dohotka (u odnosu na BDP) i prosečan kumulativni nivo SDI u periodu od 2010-2013.godine, a rezultati su prikazani na grafikonu 46. Pearsonov koeficijent korelacije ima vrednost $r = .798$ ($n = 13$, $p = .001$) što sugerise da postoji snažna veza između varijabli. Koeficijent determinacije iznosi $r^2 = .638$ što znači da se 63.8 % varijacije deficita računa dohotka može objasniti promenama kumulativnog nivoa SDI.

Grafikon 46: Odnos između kumulativnog nivoa SDI i deficita računa dohotka zemalja centralne i istočne Evrope, 2010-2013



Izvor: Kalkulacija autora

Dohodak od direktnih investicija čine dve stavke - dohodak na osnovu kapitala i dohodak na osnovu duga. Dohodak na osnovu kapitala se takođe može raščlaniti na dve stavke. Prvu stavku čine dividende i raspoređeni profit preduzeća, a drugu reinvestirana dobit i neraspoređeni profit. Dohodak na osnovu duga odnosi se na dohotke po osnovu kamata na interkompanijske zajmove između ogranaka preduzeća u različitim zemljama. Struktura dohotka od direktnih investicija za dve grupe zemalja koje analiziramo prikazana je u tabeli 44 (tabela je dobijena sabiranjem neto pozicija svih stavki dohotka od direktnih investicija svih zemalja u uzorku). Zbog ne dostupnosti podataka za sve zemlje jugoistočne Evrope, uzorak čine tri zemlje, ali smatramo da je reprezentativan s obzirom da najveći deo odliva po osnovu stranih direktnih investicija u regionu kao celini je zasluga ovih zemalja (to možemo uočiti poređenjem podataka tabele 43 i 44).

Tabela 44: Struktura dohotka od direktnih investicija za grupu zemalja centralne Evrope i baltičkog regiona (2000-2013) i grupu zemalja Jugoistočne Evrope (2004-2013), u milionima EUR

Zemlje centralne Evrope i baltičkog regiona					
Godina	Dohodak od direktnih investicija	Dividende i raspoređeni profit	Reinvestirana dobit i neraspoređeni profit	Dohodak na osnovu duga	Udeo dividendi u dohotku od direktnih investicija
2000	-5,683	-2,151	-2,935	-597	37.85%
2001	-6,978	-2,893	-3,254	-831	41.46%
2002	-8,823	-4,196	-3,910	-717	47.56%
2003	-9,339	-4,656	-4,359	-324	49.85%
2004	-18,109	-6,779	-10,452	-878	37.43%
2005	-20,039	-10,143	-9,004	-892	50.62%
2006	-25,461	-14,809	-9,995	-657	58.16%
2007	-35,211	-18,663	-15,571	-977	53.00%

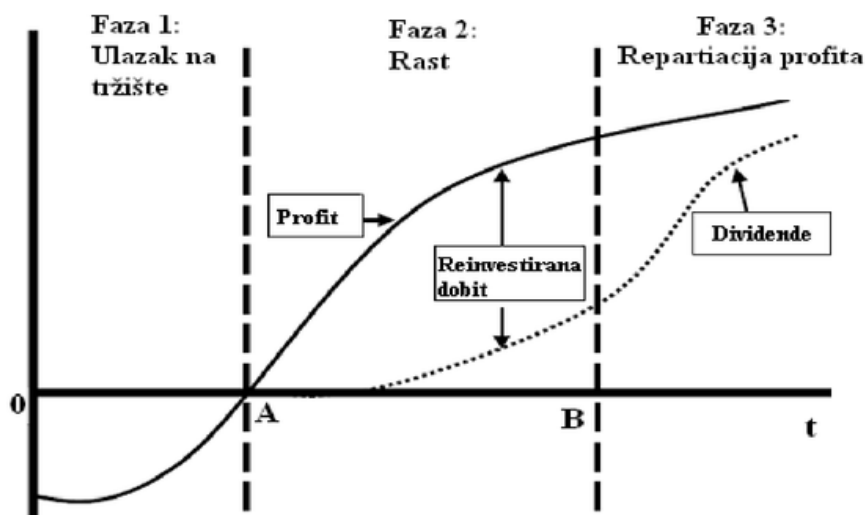
2008	-24,349	-21,044	-1,234	-2,071	86.43%
2009	-24,851	-17,435	-5,149	-2,267	70.16%
2010	-29,011	-17,168	-8,915	-2,928	59.18%
2011	-35,383	-21,043	-10,952	-3,392	59.47%
2012	-33,367	-21,422	-8,285	-3,662	64.20%
2013	-33,521	-22,106	-8,121	-3,297	65.94%
Bugarska, Hrvatska, Rumunija					
2004	-3,132	-946	-2,022	-164	30.20%
2005	-3,905	-1,547	-2,136	-222	39.62%
2006	-5,785	-1,177	-4,286	-322	20.35%
2007	-7,857	-3,802	-3,240	-815	48.39%
2008	-5,964	-4,495	118	-1,587	75.37%
2009	-3,308	-2,995	1,057	-1,370	90.54%
2010	-3,103	-2,677	492	-918	86.27%
2011	-3,303	-3,691	2,271	-1,880	111.74%
2012	-3,704	-3,672	1,966	-2,002	99.13%
2013	-5,387	-3,763	419	-2,042	69.85%

Izvor: Kalkulacija autora na osnovu podataka Eurostat-a

Iz tabele možemo uočiti da je došlo do promene u strukturi dohotka od direktnih investicija u obe grupe zemalja. Udeo dividendi u dohotku je u grupi zemalja centralne Evrope imao stalnu tendenciju rasta, tako da je od 2000.godine do 2013. taj udeo porastao sa 37.85% na 65.94%, a rast je još drastičniji u slučaju druge grupe zemalja (sa 30.2% u 2004.godini na 69.85% u 2013.godini). Možemo uočiti da je pad reinvestirane dobiti bio drastičan sa pojavom svetske ekonomske krize i da su strane afilijacije iz zemalja centralne Evrope podigle nivo reinvestiranja u 2009. i 2010.godini za razliku od stranih afilijacija iz druge grupe zemalja (Bugarska, Hrvatska, Rumunija) koje su bile suzdržane po pitanju reinvestiranja.

Na koji način možemo objasniti pojavu promene strukture dohotka od stranih investicija? Za objašnjenje ove pojave koritićemo model finansijskog ciklusa strane direktne investicije koji su razvili Brada i Tomšik i koji je prikazan na slici 2.

Slika 2: Finansijski ciklus strane direktne investicije



Izvor: Brada, J.C. i Tomšik. V (2003), str.22, modifikovao autor

U prvoj fazi, fazi ulaska na tržište, strana afilijacija posluje sa gubicima. Vremenski period u kome će afilijacija poslovati sa gubicima zavisi u velikoj meri od vrste investicije. U slučaju greenfield investicija period vremena u kome afilijacija posluje sa gubicima je duži nego u slučaju drugih vrsta investicija (razmak između 0- momenta ulaska na tržište i A- momenta od kada počinje profitabilno poslovanje je veći). Neophodni su troškovi za izgradnju i opremanje proizvodnih objekata, obuku radnika i započinjanje proizvodnje što znači da će afilijacija poslovati sa gubicima u dužem periodu i neće isplaćivati dividende. U slučaju akvizicije razmak između 0 i A može biti kraći u slučaju da kupljeno preduzeće može da posluje profitabilno ili da je u takvom stanju da brzom reorganizacijom može postati profitabilno.

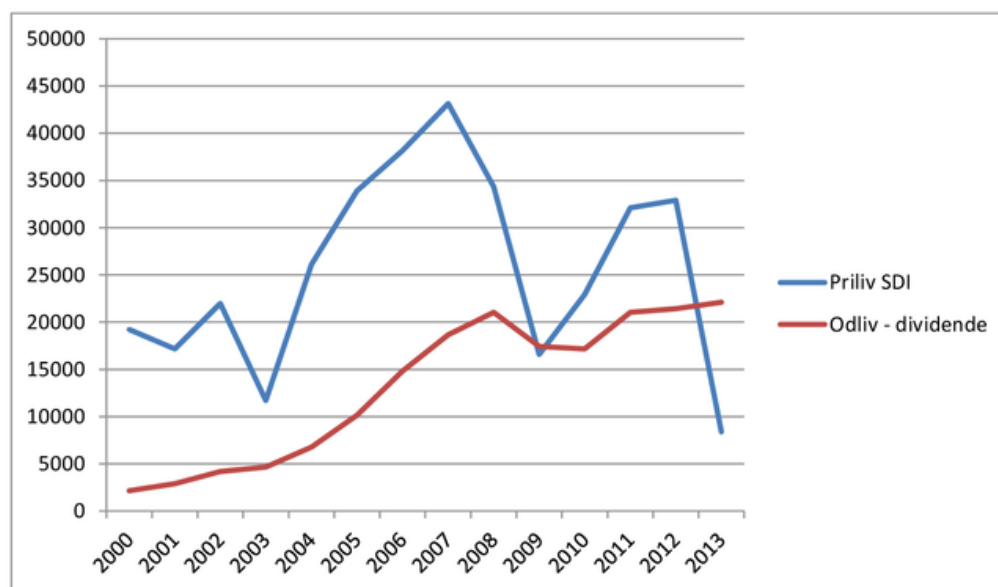
U drugoj fazi, fazi rasta, strana afilijacija počinje da posluje sa profitom s obzirom da je uspostavljena proizvodnja, preduzeće postalo konkurentnije reorganizacijom ili korišćenjem prednosti koje poseduje multinacionalna kompanija. S obzirom da preduzeće popravljja svoj tržišni položaj, za dalju tržišnu ekspanziju neophodna su dodatna ulaganja u proizvodne objekte, nove mašine i radnu snagu i u takvim okolnostima preduzeće najveći deo ostvarenog profita reinvestira. Sa vremenom i rastom profita, preduzeće se odlučuje da određeni deo profita iskoristi za isplatu dividendi. Trajanje druge faze (razmak između A i B) zavisi od veličine domaćeg tržišta i mogućnosti širenja na nova tržišta jer to u velikoj meri određuje koliko dugo preduzeće može da širi svoje proizvodne kapacitete.

U trećoj fazi, fazi repatriacije profita, strana afilijacija najveći deo profita koristi za isplatu dividendi. U ovoj fazi dolazi do stabilizacije kako tržišnog učešća tako i stope profitabilnosti preduzeća. Preduzeće nema više mogućnosti za dalju tržišnu ekspanziju pa se i nivo reinvestirane dobiti smanjuje (kao što možemo da vidimo sa slike sa protekom vremena isplate po osnovu dividendi teže da se izjednače sa ostvarenim profitom). Izvlačenjem profita u obliku dividendi, multinacionalna kompanija dolazi do sredstava koja može da investira u one investicione projekte koje obećavaju ostvarivanje većih profita i tržišnu ekspanziju.

Za uzorak zemalja koji posmatramo, možemo reći da su se pre pojave svetske ekonomske krize većina preduzeća nalazila u drugoj fazi finansijskog ciklusa i da su se približavale tački B. Mogućnost multinacionalnih kompanija da investiraju u zemljama sa jeftinijom radnom snagom (Kina, Indija) povećava udeo dividendi u dohotku od direktnih investicija i dolazi do skraćivanja vremenskog perioda između A i B. Pojava svetske ekonomske krize uticala je na ubrzanje ovog procesa što se može videti iz tabele 44 jer je u 2008. godini više od 85 % ostvarenog profita u grupi zemalja centralne Evrope iskorišćeno za isplatu dividendi, a nivo reinvestirane dobiti je drastično smanjen. Ono što je veoma zanimljivo je da su u grupi zemalja centralne Evrope od 2008. godine odlivi sredstava po osnovu dividendi premašili prilive po osnovu stranih direktnih investicija što je prikazano na grafikonu 47 (odliv sredstava prikazan je u apsolutnom iznosu radi

adekvatnog poređenja). Ova pojava je posledica drastičnog pada priliva stranih direktnih investicija početkom svetske ekonomske krize i povećanjem odliva sredstava po osnovu dividendi u 2008.godini koje je nešto ublaženo u 2009. i 2010.godini zbog manjih profita koje su preduzeća ostvarila u kriznom periodu.

Grafikon 47: Kretanje priliva po osnovu SDI i odliva po osnovu dividendi u zemljama centralne Evrope, u milionima EUR, 2000-2013



Izvor: Kalkulacija autora na osnovu podataka Eurostat-a

Mencinger (2008) smatra da su tranzicione zemlje centralne i istočne Evrope postale zavisne od priliva stranih direktnih investicija. Visoki deficiti tekućeg računa u ovim zemljama finansiraju se inostranim kapitalom u obliku stranih direktnih investicija, portfolio investicija ili inostranih kredita. To neminovno vodi do pojave budućeg deficita na računu dohotka i doprinosi sadašnjem i budućem deficitu tekućeg računa. Na taj način možemo reći dolazi do začaranog kruga - za pokrivanje deficita tekućeg računa potrebne su nove SDI koje kreiraju buduću deficit tekućeg računa, a koji je u budućnosti moguće finansirati samo novim prilivom inostranog kapitala.

Po Mencingeru iznenadan zastoj u prilivu inostranog kapitala doveo bi do situacije slične kao u zemljama jugoistočne Azije (Maleziji, Južnoj Koreji, Indoneziji, Filipinima i Tajlandu) za vreme krize 1997-1998. godine kada je došlo da naglog zastoja portfolio investicija, a posledice po ekonomije ovih zemalja su pad bruto domaćeg proizvoda od 10% (u proseku) i pad vrednosti nacionalne valute za 40%. Pojavom svetske ekonomske krize i naglim padom priliva SDI u zemljama centralne i istočne Evrope (koliki je pad priliva SDI u zemljama centralne Evrope možemo videti na grafikonu 47) došlo je upravo do sličnog razvoja događaja, drastičnog pada bruto domaćeg proizvoda i depresijacije deviznog kursa. Posebnu teškoću za kreatore ekonomske politike predstavlja činjenica da imaju veoma ograničene mogućnosti da utiču na odlive sredstava po osnovu dividendi. S obzirom na načelo Evropske Unije o slobodnom kretanju kapitala preduzeća nemaju nikakva ograničenja po pitanju transfera dobiti, a deficit računa dohotka je u velikoj meri posledica ulaganja stranih kompanija u prošlosti.

Analizom dohotka po jedinici kumulativnog nivoa za dve grupe zemalja koje posmatramo možemo uočiti da je u slučaju zemalja centralne Evrope taj dohodak poprilično veći. Na koji način objasniti ovu pojavu? Možemo pretpostaviti da je to posledica nekoliko faktora: veličine tržišta, nižih troškova finansiranja, sektorske distribucije (u slučaju tranzicionih zemalja centralne Evrope mnogo veći udeo kumulativnog priliva je skoncentrisan u industrijsku proizvodnju sa upotrebom visoke i srednje visoke tehnologije pa je dodata vrednost upotrebom takve tehnologije veća), prikrivenog transfera profita putem transfernih cena (za koji možemo pretpostaviti da je na većem nivou u slučaju zemalja jugoistočne Evrope zbog slabije razvijenih propisa i prakse vezane za transferne cene) i potkapitalizacije odnosno prekapitalizacije (koja je na primer prisutna u bankarskom sektoru određenih zemalja jugoistočne Evrope, između ostalog i Srbije).

Tabela 45: Analiza dohotka po jedinici kumulativnog nivoa za grupu zemalja centralne Evrope i baltičkog regiona (2000-2013) i grupu zemalja Jugoistočne Evrope (2007-2013), u milionima EUR

Godina	Zemlje centralne Evrope			Zemlje jugoistočne Evrope		
	Kumulativni nivo SDI	Dohodak od direktnih investicija (odliv)	Dohodak po jedinici kumulativnog nivoa (u %)	Kumulativni nivo SDI	Dohodak od direktnih investicija (odliv)	Dohodak po jedinici kumulativnog nivoa (u %)
2000	90,654	8,859	9.77%			
2001	118,396	10,565	8.92%			
2002	162,935	12,931	7.94%			
2003	181,243	13,482	7.44%			
2004	202,258	23,811	11.77%			
2005	198,334	29,466	14.86%			
2006	298,425	37,095	12.43%			
2007	364,526	49,691	13.63%	127,679	9,534	7.47%
2008	317,365	35,523	11.19%	113,388	7,892	6.96%
2009	369,816	33,241	8.99%	132,990	4,425	3.33%
2010	359,759	40,688	11.31%	126,194	4,590	3.64%
2011	442,125	39,386	8.90%	174,195	5,550	3.18%
2012	508,603	38,752	7.61%	185,332	5,808	3.13%
2013	580,751	37,521	6.46%	199,570	7,709	3.86%

Izvor: Eurostat

Ukratko je analiziran i račun dohotka Srbije bez obzira na svu ograničenost raspoloživosti podataka koja je prisutna (Narodna banka Srbije je tek od 2007.godine počela sa detaljnijim prikupljanjem podataka o strukturi računa dohotka). Bilans računa dohotka Srbije prikazan je u tabeli 46. Iz tabele možemo uočiti da pre početka perioda u kome počinje priliv inostranog kapitala, račun dohotka nije imao značajnu ulogu u kreiranju tekućeg računa. Od 2002.godine prisutan je konstantan rast deficita računa dohotka i povećavanje njegovog udela u ukupnom deficitu tekućeg računa. Možemo

konstatovati da je bez obzira na rastući udeo računa dohotka u deficitu tekućeg računa, njegov udeo mnogo manji nego što je to u slučaju zemalja centralne Evrope i proseku zemalja jugoistočne Evrope, a to možemo obrazložiti činjenicom da je Srbija kasnila sa procesom tranzicije.

Tabela 46: Bilans računa dohotka Srbije, 2002-2014

Godina	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Račun dohotka (u milionima EUR)	-74	-119	-173	-259	-330	-599	-922	-502	-670	-1,368	-1,097	-1,419	-1,343
Udeo deficita računa dohotka u deficitu tekućeg računa (u %)	11.03	8.83	6.60	14.57	14.01	11.85	13.07	24.11	32.18	37.41	29.88	67.63	67.65

Izvor: Narodna banka Srbije

Analizom strukture računa dohotka koja je prikazana u tabeli 47, možemo uočiti da za razliku od grupa zemalja centralne i jugoistočne Evrope gde dohodak od direktnih investicija ima najvažniju ulogu u formiranju deficita računa dohotka, u slučaju Srbije glavni uzrok deficita računa dohotka predstavlja dohodak od ostalih investicija. Sa jedne strane, to ukazuje da strane afilijacije ne ostvaruju visok nivo dobiti (ili imaju prikriveni transfer dobiti) a sa druge strane da su obaveze po osnovu kamata na zajmovni kapital prilično visoke. U budućnosti u skladu sa iskustvom ostalih tranzicionih zemalja možemo očekivati prekompoziciju strukture računa dohotka gde će glavni uzrok deficita računa dohotka postati dohodak od direktnih investicija.

Tabela 47: Struktura računa dohotka Srbije, u milionima EUR, 2007-2014

Godina	Račun dohotka	Dohodak od direktnih investicija	Dohodak od portfolio investicija	Dohodak od ostalih investicija	Kompenzacije zaposlenima	Udeo dohotka od SDI u računu dohotka
2007	-599	-380	178	-492	95	63.43%
2008	-922	-556	252	-731	113	60.26%
2009	-502	-200	219	-640	118.	39.71%
2010	-670	-313	181	-647	109	46.70%
2011	-1368	-960	-70	-618	280	70.17%
2012	-1097	-725	-122	-563	313	66.08%
2013	-1419	-919	-251	-518	269	64.76%
2014	-1343	-795	-375	-425	252	59.19%

Izvor: Narodna banka Srbije

Struktura računa dohotka od direktnih investicija prikazana je u tabeli 48. S obzirom da je Srbija kasnila u procesu tranzicije, logično je pretpostaviti da se strane afilijacije u Srbiji nalaze u ranijoj fazi finansijskog ciklusa nego u slučaju ostalih zemalja. Ovu tezu potvrđuju podaci iz 2007. godine kada je udeo dividendi u dohotku od direktnih investicija bio oko 40% što odgovara nivou udela dividendi koje su imale zemlje centralne Evrope početkom ovog veka. Svetska ekonomska kriza je ubrzala proces pomeranja ka tački B pa je u 2008. godini samo manji deo dohotka reinvestiran.

Tabela 48: Struktura dohotka od direktnih investicija Srbije, u milionima EUR, 2007-2014

Godina	Dohodak od direktnih investicija	Dividende i raspoređeni profit	Reinvestirana dobit i neraspoređeni profit	Dohodak na osnovu duga	Udeo dividendi u dohotku od direktnih investicija
2007	-380	-152	-228	-	40.00%
2008	-556	-401	-154	-1	72.12%
2009	-200	-200	13	-13	100%
2010	-313	-313	5	-5	100%
2011	-960	-284	-602	-74	29.58%
2012	-725	-330	-309	-86	45.51%
2013	-919	-472	-332	-114	51.36%
2014	-795	-455	-258	-82	57.23%

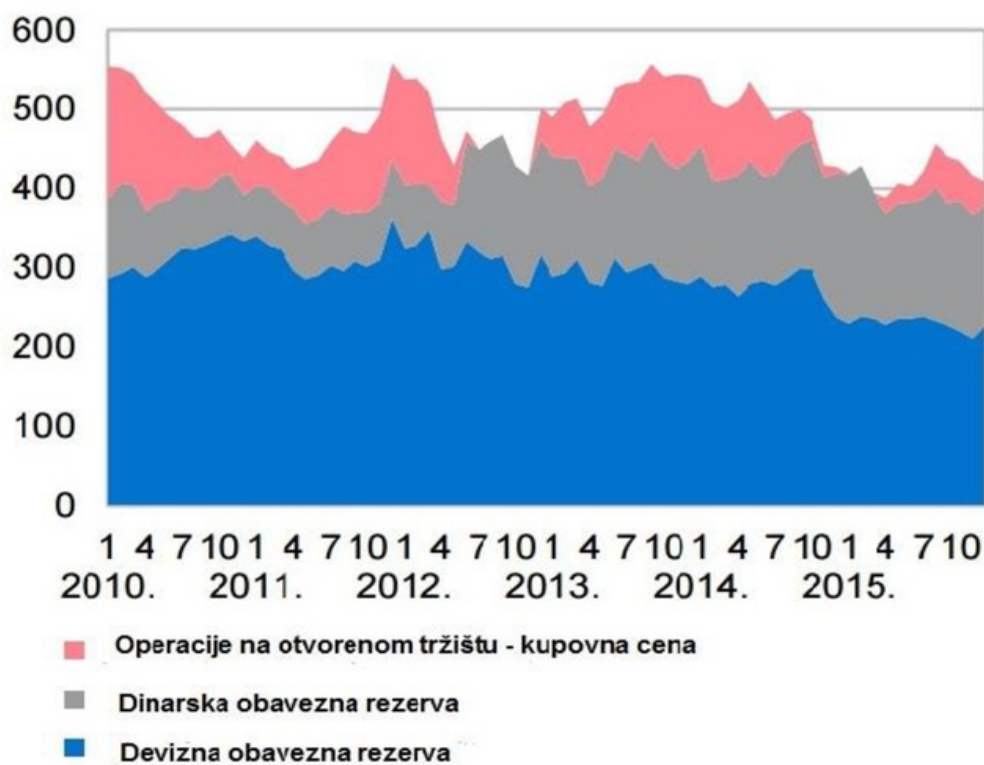
Izvor: Narodna banka Srbije

Na osnovu svih prezentovanih činjenica, jasno je da strane direktne investicije imaju veoma značajan uticaj na račun dohotka i na strukturu računa tekućeg računa. Bez obzira što predstavljaju priliv kapitala koji ne utiče direktno na povećanje duga, repatrijacija profita po osnovu stranih investicija može predstavljati značaj izvor odliva sredstava iz zemlje domaćina, a poseban problem za kreatore ekonomske politike predstavlja činjenice da imaju sužene mogućnosti da utiču na takav odliv kapitala bez uvođenja određenih restrikcija po pitanju repatrijacije profita čime se ugrožava načelo slobode kretanja kapitala i stvara negativna investiciona klima za privlačenje novih investicija.

5.1. Uticaj operacija sterilizacije Narodne banka Srbije na profitabilnost banaka i račun dohotka Srbije

Priliv stranog kapitala vrši pritisak na rast vrednosti domaće valute zbog čega centralna banka interveniše na deviznom tržištu kupovinom strane, a u isto vreme, u cilju vraćanja monetarne baze na adekvatan nivo centralna banka aktivira mehanizam “sterilizacije”. Operacije sterilizacije koje vrši Narodna banka Srbije, omogućavaju bankama (koje su pretežno u stranom vlasništvu) priliku da ostvare značaj profit, koji se reinvestira ili u obliku isplaćenih dividendi transferiše u matične zemlje stranih banaka, čime operacije sterilizacije posredno vrše uticaj na račun dohotka Srbije.

Grafikon 48: Obim sterilizacije instrumentima monetarne politike, u milijardama RSD, 2010-2015



Izvor: Narodna banka Srbije, 2015, str.16

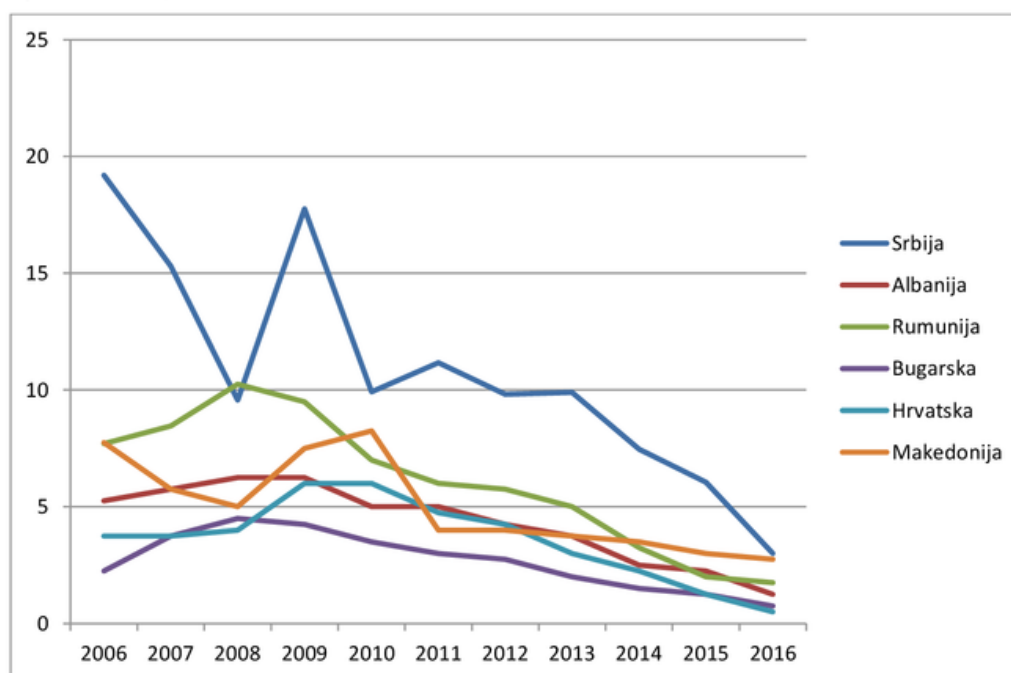
Dvonedeljne reverzne repo operacije po referentnoj kamatnoj stopi i izdvajanje obavezne rezerve predstavljaju osnovne instrumente pomoću kojih Narodna banka Srbije pokušava da sterliše monetarnu bazu. Od pomoćnih instrumenata za sterilizaciju, Narodna banka Srbije je u manjoj meri koristila i devizni svop, pre svega sa ciljem stimulisanja razvoja međubankarske svop trgovine i razvoja instrumenata zaštite od deviznog rizika. Obim sterilizacije instrumentima monetarne politike u periodu od 2010. do 2015.godine prikazan je na Grafikonu 48. Kao što se može videti sa grafikona pomoću devizne obavezne rezerve se sterliše najveći deo likvidnosti u bankarskom sektoru, a operacijama na otvorenom tržištu nešto više nego pomoću dinarske obavezne rezerve do 2012.godine, od kada dinarske obavezna rezerva ima značajniju ulogu od operacija na otvorenom tržištu.

Opšte stope dinarske i devizne obavezne rezerve su u periodu od 2006-2015. godine nekoliko puta menjane. Opšta stopa dinarske obavezne rezerve je početkom 2006.godine iznosila 18%, da bi početkom 2007.godine bila spuštena na 15%, a zatim je tokom 2010.godine smanjena na 5% (prema aktuelnim propisima na dinarske obaveze sa ročnošću preko 2 godine se ne polaže obavezna rezerva). Da bi sterilisala likvidnost po osnovu smanjivanja stope dinarske obavezne rezerve, Narodna banka Srbije je u aprilu 2010.godine organizovala jednu aukciju trajne prodaje obveznica Republike Srbije u nominalnom iznosu od 10,7 milijardi dinara. Sa druge strane, stopa devizne obavezne rezerve je početkom 2006.godine iznosila 40%, dok je u 2012.godini iznosila 29% na ugovorene obaveze sa ročnošću do 2 godine, odnosno 22% na ugovorene obaveze sa ročnošću preko 2 godine. U 2016.godini stopa devizne obavezne rezerve iznosi 20% na ugovorene obaveze sa ročnošću do 2 godine, odnosno 13% na ugovorene obaveze sa ročnošću preko 2 godine (izvor: Narodna banka Srbije). Narodna banka Srbije plaća bankama kamatu koja iznosi 1.75% na godišnjem nivou na iznos ostvarenog prosečnog dnevnog stanja izdvojene dinarske obavezne rezerve u obračunskom periodu do nivoa koji ne prelazi iznos obračunate dinarske obavezne rezerve. Grubo proračunati troškovi po osnovu kamate na dinarsku obaveznu rezervu, na osnovu kalkulacije izvedene po osnovu podataka o stanju dinarske obavezne rezerve iz bilansa NBS, u periodu od 2010 do kraja 2015.godine

iznose 12,80 milijarde dinara ili oko 115 miliona evra ukoliko se u obračun uzmu u obzir promene deviznog kursa. Na položenu deviznu obaveznu rezervu Narodna banka Srbije ne plaća kamatu, što znatno snižava troškove sterilizacije monetarne baze.

Troškovi sterilizacije monetarne baze koje ima Narodna banka Srbije po osnovu sprovođenja operacija na otvorenom tržištu su na daleko višem nivou nego u slučaju obavezne rezerve, pre svega zbog činjenice da je kamatna stopa koja se primenjuje u slučaju glavnih operacija na otvorenom tržištu (referentna kamatna stopa) u slučaju Srbije viša nego u zemljama u regionu, što je prikazano na grafikonu 49. Visoka referentna kamatna stopa posledica je sa jedne strane težnje monetarnih vlasti da obuzdaju inflaciju poskupljenjem novca, a sa druge strane težnjom da se popuni državni budžet privlačenjem bankarskih sredstava u državne hartije od vrednosti.

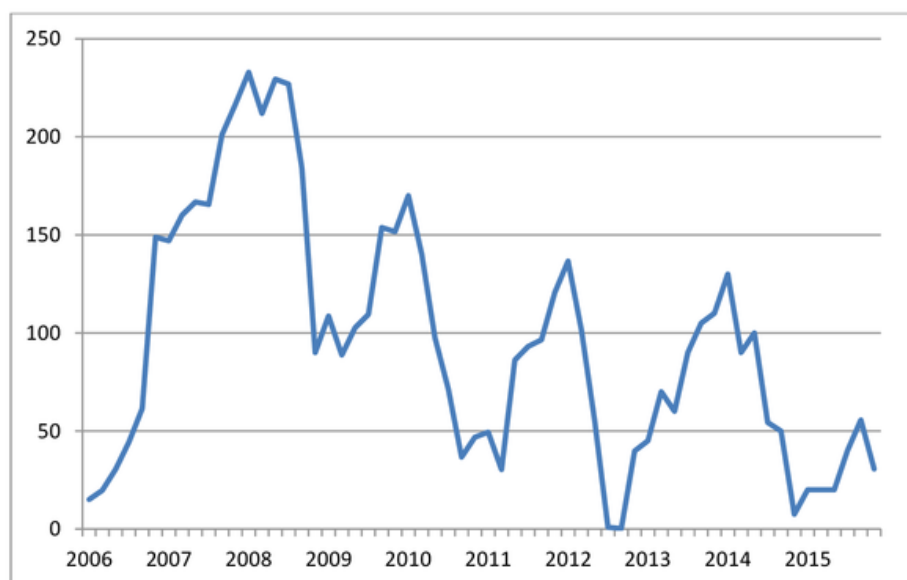
Grafikon 49: Kamatne stope koje se primenjuju u slučaju glavnih operacija koje sprovodi CB, 2006-2016



Izvor: Centralne banke zemalja

Znatno viša referentna kamatna stopa nego što su stope u okruženju, omogućila je bankama da ostvare visoku i sigurnu zaradu po osnovu kursno-kamatne arbitraže. Takođe, talas dokapitalizacija banaka koji je usledio nakon 2006.godine, koji je jednim delom bio iznuđen regulatornim merama (većim delom dokapitalizacija je iznuđena željom za ekspanzijom biznisa i kreditne aktivnosti) doveo je do toga da su ova sredstva često bila investirana u repo hartije Narodne banke (Ivković, 2011, str.80). Trend konstantnog rasta vrednosti kumulativnog nivoa repo hartija koji je početkom 2006.godine iznosio 15 milijardi dinara, nastavljen je sve do izbijanja svetske ekonomske krize 2008.godine, a rekordna vrednost repo stoka zabeležena je u aprilu 2008.godine i iznosila je 246,8 milijardi dinara, što se može videti sa grafikona 50.

Grafikon 50: Stanje prodatih hartija od vrednosti – diskontni iznos, u milijardama dinara, 2006-2015



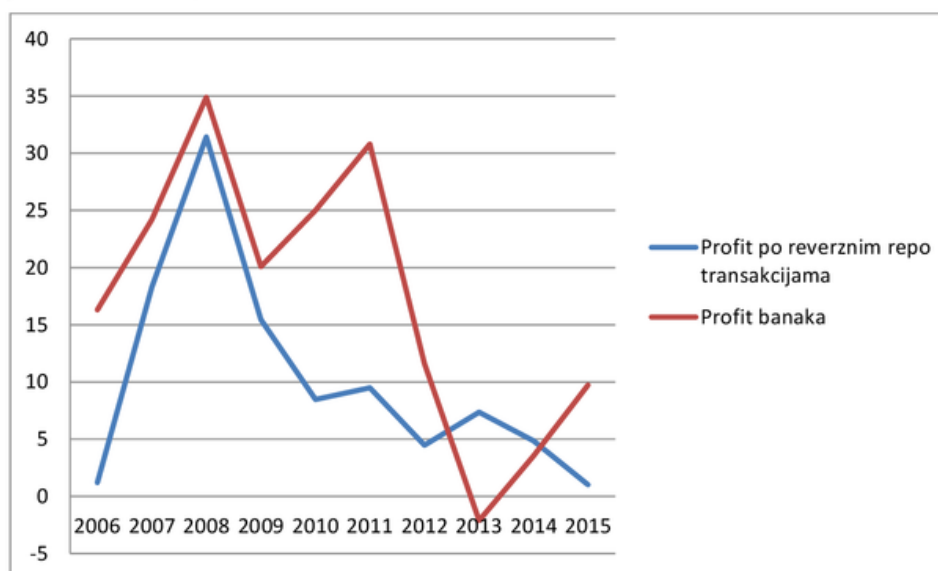
Izvor: Narodna banka Srbije

Nakon izbijanja svetske ekonomske krize, kao posledica velikog redukovanja globalne likvidnosti i pojačane percepcije rizika prema zemljama u razvoju, strani kapital je iz srpskih banaka krenuo ka maticama. U takvim uslovima došlo je do pada tražnje za blagajničkim zapisima, a na smanjivanje atraktivnosti repo hartija uticao je i pad

referentne kamatne stope. Najniža vrednost repo stoka nakon izbijanja svetske ekonomske krize zabeležena je u junu 2012.godine i iznosila je svega 830 miliona dinara da bi nakon ponovnog porasta referentne kamatne stope koje je usledilo, vrednost repo stoka na kraju 2012.godine iznosila 45 milijardi dinara.

Dobar deo kapitala uloženog u repo hartije predstavlja strani špekulativni kapital (prema nezvaničnim procenama oko 10% repo stoka 2008.godine odnosio se na ovu vrstu kapitala), a s obzirom da strani investitori nisu u mogućnosti da direktno kupuju hartije od vrednosti centralne banke, to čine pomoću različitih aranžmana sa bankama na srpskom tržištu. Profiti koje su banke ostvarile na mesečnom nivou po osnovu reverznih repo operacija prikazani su na grafikonu 51.

Grafikon 51: Profiti banaka po osnovu reverznih repo operacija i ukupan profit banaka, u milijardama dinara, 2006-2015

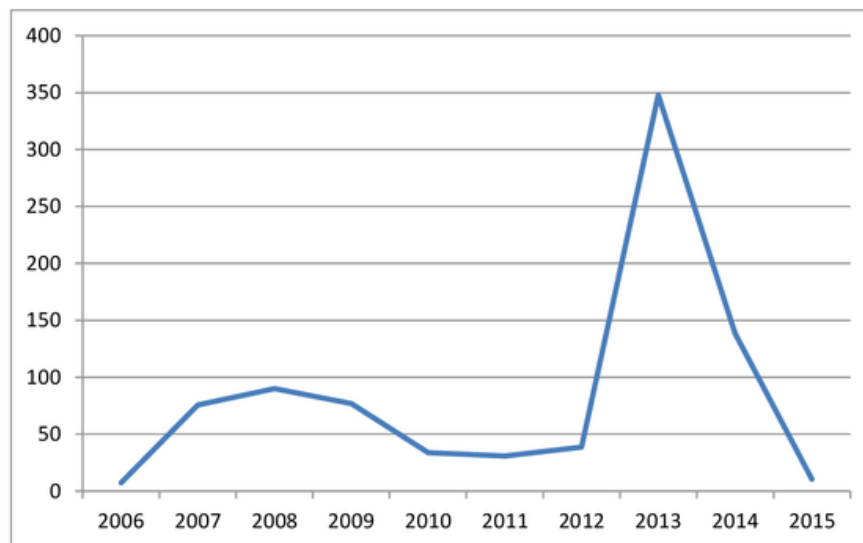


Izvor: Kalkulacija autora

Profiti su izračunati kao zbir razlike između nominalnog iznosa (reotkupne cene) i diskontnog iznosa (kupovne cene) prodatih hartija od vrednosti na svim održanim aukcijama u datom mesecu. Kao što se može videti sa grafikona, najveće profite po osnovu ulaganja u repo hartije banke su ostvarile tokom 2008.godine (što je i logično jer

je tada ostvarena i rekordna vrednost repo stoka), dok su najmanje zarade ostvarene tokom poslednje 2 posmatrane godine. U 2013.godini bez obzira što je ostvaren profit po osnovu ulaganja u repo hartije, bankarski sektor kao celina je zabeležio gubitak. Sve manji profiti koje banke ostvaruju na osnovu ulaganja u repo hartije znači i sve manji udeo ovako ostvarenog profita u ukupnom profitu banaka, što potvrđuje i grafikon 52.

Grafikon 52: Udeo profita po osnovu reverznih repo operacija u ukupnom profitu ostvarenog na nivo celog bankarskog sektora, 2006-2015



Izvor: Kalkulacija autora

Za konstruisanje grafika korišćeni su prethodno izračunati podaci o ostvarenim prihodima po osnovu ulaganja u repo hartije na mesečnom nivou (na osnovu kojih je proračunat godišnji profit) i podaci o profitu bankarskog sektora na kraju godine (iz godišnjih izveštaja o poslovanju i rezultatima rada Narodne banke Srbije). Udeo ostvarenih profita po osnovu repo operacija u ukupnom profitu bankarskog sektora je sa 67% početkom 2006.godine, porastao na 85% u 2008.godini, da bi nakon toga usledio pad (2013.godina je izuzetak s obzirom na ostvareni gubitak bankarskog sektora). Ovo ukazuje na dve činjenice, da su ulaganja u hartije od vrednosti predstavljale veoma važan izvor prihoda za banke i da banke u poslednje vreme moraju sve više da se okreću drugim aktivnostima kako bi ostvarile željeni profit.

Profiti koje filijale stranih banaka ostvaruju na srpskom tržištu, imaju važan uticaj na oblikovanje računa dohotka u okviru tekućeg računa (konkretno stavke dividende i raspoređeni profit koja predstavlja jednu od stavki dohotka po osnovu stranih direktnih investicija kao dela računa dohotka). Pretpostavka je da se najveći deo profita ostvarenog na domaćem finansijskom tržištu transferiše ka matičnim bankama u inostranstvu. Ovakva pojava sa sobom nosi i određene posledice. Prvo, s obzirom da dolazi do odliva kapitala iz zemlje, smanjuje se potreba monetarnih vlasti da intervenišu na deviznom tržištu u slučaju apresijacijskih pritisaka na domaću valutu nastalih kao posledica kapitalnih priliva, a samim tim se smanjuje potreba sa sterilizacijom usled rasta primarnog novca koje bi izazvale intervenciju na deviznom tržištu. Sa druge strane, rastući deficit računa dohotka sve više oblikuje deficit tekućeg računa (posebno u zemljama koje su privukle značajan nivo stranih direktnih investicija, kao što su zemlje centralne Evrope i baltičkog regiona), pa se sve više nameće problem finansiranja pomenutog deficita i održivosti deficita u budućem periodu.

U tabeli 49 prezentovan je doprinos odliva kapitala po osnovu ukupnih plaćanja filijala stranih banaka prema inostranstvu deficitu tekućeg računa. Ukupna plaćanja stranih banaka prema inostranstvu obuhvataju repatrijaciju profita (polazi se od pretpostavke da se sav iznos ostvarenog profita posle oporezivanja transferiše ka matičnim bankama) i kamate po osnovu obaveza prema inostranstvu. Neto profit stranih banaka proračunat je na osnovu podataka o bilansu uspeha stranih banaka dostupnih na sajtu Narodne banke Srbije. Neto obaveze stranih banaka nisu mogle biti direktno izračunate, izračunate su neto obaveze celog bankarskog sektora (na osnovu razlike između obaveza i potraživanja banaka prema inostranstvu), a zatim je kalkulacija izvršena pod pretpostavkom da proporcionalni udeo stranih banaka u aktivni celokupnog bankarskog sektora približno odgovara udelu neto obaveza stranih banaka u ukupnim neto obavezama bankarskog sektora. Za računanje plaćenih kamata po osnovu obaveza, korišćen je 12-mesečni Euribor kao referentna kamatna stopa, uvećan za 1% procenat godišnje, kao procenjena dodatna kamatna stopa koje srpske banke plaćaju zbog njihovog kreditnog rejtinga.

Podaci iz tabele sugerišu da su ukupna plaćanja filijala stranih banaka prema inostranstvu (koja su kao što smo videli u velikoj meri oblikovana prihodima koji se ostvaruju po osnovu ulaganja u repo hartije) činila znatan udeo u rashodima po osnovu stranih direktnih investicija (u 2009.godini čak 74,27%), ali da postoji jasan trend smanjenja njihovog udela (u 2015.godini svega 3.97%) što znači da ne vrše snažan uticaj na bilans tekućeg računa (tokom 2009-2011 taj udeo se kretao oko 10%, na kraju 2015. iznosi 3,46%). Iz tabele se takođe može uočiti pad profita filijala stranih banaka nakon 2011.godine i trend pada ukupnih plaćanja prema inostranstvu u apsolutnom iznosu, pa se može očekivati manji uticaj ove stavke na račun dohotka od stranih direktnih investicija, a samim tim i na račun dohotka odnosno bilans tekućeg računa.

Tabela 49: Doprinos odliva kapitala po osnovu ukupnih plaćanja filijala stranih banaka prema inostranstvu deficitu tekućeg računa, u milionima EUR, 2007 - 2015

Godina	Neto profit stranih banaka (1)	Neto obaveze stranih banaka prema inostranstvu (2)	Kamata na dug (3)	Ukupna plaćanja prema inostranstvu (4) = (1) +(3)
2007	158.93	1,785	89.27	248.20
2008	237.51	2,174	124.57	362.08
2009	98.30	3,197	128.22	226.52
2010	103.24	3,648	80.26	183.50
2011	179.02	3,988	99.69	278.71
2012	78.03	2,901	35.62	113.65
2013	10.2	2,433	11.62	21.82
2014	21.62	2,059	11.71	33.33
2015	58.96	1,021	1.67	60.63

Godina	Dohodak od stranih direktnih investicija – rashodi (5)	(4) / (5) u %	Deficit tekućeg računa (6)	(4) / (6) u %
2007	847	29.30	5,474	4.53
2008	737	49.13	7,126	5.08
2009	305	74.27	2,032	11.15
2010	430	42.67	2,037	9.01
2011	1,133	24.60	3,656	7.62
2012	979	11.61	3,671	3.10
2013	1,185	1.84	2,098	1.04
2014	1,118	2.98	1,985	1.68
2015	1,526	3.97	1,751	3.46

Izvor: Kalkulacija autora

23

Na osnovu prezentovanog u ovom delu rada, može se zaključiti da profiti koje banke ostvaruju po osnovu ulaganja u repo hartije u velikoj meri utiču na njihovu ukupnu profitabilnost, a s obzirom da filijale stranih banaka najveći deo ostvarenog profita transferišu ka matičnim bankama to ima važne implikacije na odliv kapitala iz zemlje i pitanje održivosti deficita tekućeg računa. Narodna banka Srbije u narednom periodu treba da nastavi sa razvijanjem uslova za upotrebu ostalih instrumenata sterilizacije kako bi se izvršila disperzija troškova na više tržišta i smanjio uticaj sterilizacione politike na kamatne stope na domaćem tržištu. Manji profiti koje strane banke ostvaraju po osnovu ulaganja u repo hartije smanjuje odliv kapitala po osnovu repatrijaciju profita što se pozitivno odražava na odživost deficita tekućeg računa.

6. Uticaj stranih direktnih investicija na tekući račun preko kanala zajedničkog zajmodavca

Makroekonomska stabilnost predstavlja osnovni preduslov za održivost deficita tekućeg računa. Jedan od indirektnih uticaja koje strane direktne investicije vrše na održivost tekućeg računa ogleda se u uspostavljanju ekonomskih veza i tokova koje povećavaju mogućnost za pojavu eksternih šokova u vidu ekonomske zaraze. U regionu jugoistočne Evrope zahvaljujući stranim direktnim investicijama u bankarskom sektoru i šablonima kreditiranja, javlja se realna opasnost od jednog oblika ekonomske zaraze, kanala zajedničkog zajmodavca, što potencijalno može imati značajne posledice na makroekonomsku stabilnost i održivost deficita tekućeg računa.

Pojam ekonomske zaraze je relativno nov u ekonomskoj teoriji s toga ne čudi što ne postoji jedinstveno prihvaćena definicija ovog pojma. Ekonomska zaraza odnosi se na širenje tržišnih poremećaja iz jedne zemlje u drugu, a ogleda se u sličnim tendencijama u kretanju (na dole) deviznog kursa, cena akcija na berzi, priliva kapitala, itd. Interesovanje ekonomista vezano za ekonomsku zarazu naglo je poraslo tokom 90-tih godina prošlog veka, kada se finansijska kriza proširila i na zemlje u razvoju koje su po makroekonomskim pokazateljima bile naizgled na zdravim osnovama i koje su samo nekoliko meseci ranije, bile hvaljene od strane multilateralne institucije i tržišnih analitičara. Upravo iz tih razloga, Eichengreen i Rose (1999) kao i Kaminsky i Reinhart (1999, b) definišu ekonomsku zarazu kao situaciju kada postojanje krize u određenoj zemlji, povećava šanse za pojavu krize u nekoj drugoj zemlji odnosno situaciju kada obim i snaga preliivanja međunarodnog šoka prevazilaze ono što je bilo očekivano.

U ekonomskoj literaturi ne postoji ni opšte prihvaćena klasifikacija kanala kojima se vrši transmisija šokova među zemljama. Transimisoni kanal se može definisati kao mehanizam pomoću koga se kriza iz zemlje A preliiva u zemlju B. Prema nekim autorima (Mason, 1998) možemo razlikovati dve vrste ekonomske zaraze – onu koja počiva na fundamentalnim osnovama i koja je posledica normalne međuzavisnosti

među tržišnim ekonomijama (šokovi se prenose na osnovu realnih i finansijskih veza koje postoje među ekonomijama) i onu koja nije posledica promena makroekonomskih fundamenata (tzv. "čista zaraza") već je posledica promene u ponašanju investitora, efekta "stampeda", finansijske panike, gubitka samopouzdanja ili povećane averzije prema riziku. Različite vrste ekonomske zaraze možemo klasifikovati na sledeći način:

- Ekonomska zaraza koja je posledica globalnih šokova;
- Ekonomska zaraza koja počiva na fundamentalnim osnovama - realne veze (bilateralna trgovina i konkurencija na trećim tržištima); finansijske veze (trgovinski krediti, likvidonosni šokovi, kanal zajedničkog zajmodavca); političke veze; promena "pravila igre";
- Ekonomska zaraza koja je posledica promene u ponašanju investitora (efekat "stampeda", promena percepcije investitora).

Globalni šokovi kao što su rast kamatnih stopa na globalnom nivou, nagli pad globalne agregatne tražnje, pad cena berzanske robe, velike promene u paritetu glavnih valuta, značajne ekonomske promene u snažnim industrijskim zemljama mogu uticati na širenje krize na veliki broj zemalja u svetu. U ovakvim slučajevima simultana pojava krize u više zemalja posledica je interakcije između zajedničkog šoka i makroekonomskih fundamenata zemalja zahvaćenih krizom. Masson (1998) ovu vrstu šokova naziva globalnim "monsunima". Kao primer globalnih šokova možemo navesti naftne šokove iz 1973 i 1979. godine.

Dve različite vrste realnih veza među ekonomijama mogu biti uzrok pojave ekonomske zaraze: bilateralna trgovina i konkurencija na trećim tržištima. Zemlje koje imaju razvijenu bilateralnu trgovinu sa zemljom koja je zahvaćena krizom biće pogođene padom tražnje za izvoznim proizvodima što se negativno odražava na spoljnotrgovinski bilans, a posledice će biti posebno negativne ako je nivo izvoza u zemlju zahvaćenu krizom (mereno u odnosu na BDP zemlje izvoznice) bio prilično visok. Takođe, zemlje trgovinski partneri mogu da se suoče sa padom vrednosti imovine, odlivom stranog kapitala i špekulativnim napadima investitora usled poremećaja vezanih za spoljnotrgovinski bilans. S obzirom da su glavni trgovinski partneri određene zemlje

obično susedne zemlje (kao što je slučaj i sa zemljama jugoistočne Evrope) pojava krize u jednoj od zemalja vrlo brzo se negativno odražava na trgovinsku razmenu u celom regionu, a taj negativan uticaj će biti snažniji ukoliko je regionalni značaj zemlje pogođene krizom veći. Devalvacija u zemlji pogođenoj krizom smanjuje izvoznu konkurentnost zemalja sa kojima se takmiči na trećim tržištima što vrši pritisak na valute ostalih zemalja pogotovo ako nisu u režimu slobodnog plivajućeg kursa. Konkurencija putem devalvacije može da dovede do oštrije depresijacije valute nego što je neophodno u odnosu na inicijalne poremećaje makroekonomskih fundamenata. Ako učesnici na tržištu predvide da će se valutna kriza dovesti do konkurencije putem devalvacije, oni će prodati hartije od vrednosti tih zemalja, smanjiti nivo kreditiranja ili odbiti da daju kratkoročne kredite zajmotražiocima u ovim zemljama (Dornbusch i dr., 2000).

Zemlje koje u velikom obimu učestvuju u međunarodnim finansijskim tokovima i koje imaju visoko razvijeno i likvidno finansijsko tržište, postaju ranjivije na pojave **ekonomske zaraze po osnovu finansijskih veza**. Finansijska kriza u jednoj od zemalja može da se veoma brzo proširi na druge zemlje putem drastičnog pada trgovinskih kredita, stranih direktnih investicija, portfolio investicija i bankarskih kredita. Nivo trgovinskih kredita po pravilu opada sa pojavom krize **bez obzira da li se radi o kreditima namenjenim preduzećima sa niskim ili visokim specifičnim rizikom**. Preduzeća koja po pravilo imaju visok nivo spoljnotrgovinskog prometa će biti snažnije pogođene nedostupnošću trgovinskih kredita. Problem sa likvidnošću koji na taj način pogađa preduzeće može vrlo lako da se proširi na ostala preduzeća koja imaju potraživanja prema datom preduzeću.

Kanal zajedničkog zajmodavca kao izvor finansijske zaraze proističe iz kreditne funkcije banaka. Kreditni ugovori zahtevaju da korisnik kredita obezbedi odgovarajući kolateral. Pojava valutne kriza u određenoj zemlji dovodi do povećanja nivoa problematičnih kredita i smanjenja vrednosti imovine koja služi kao kolateral što utiče na pogoršanje VaR-a (vrednosti pod rizikom) banaka. U cilju da odgovore strogim zahtevima za adekvatnost kapitala, tehnike risk menadžmenta u takvim situacijama

nalažu da se smanji izloženost riziku na najriscantnijim tržištima kao i da se smanji kreditna aktivnost na povezanim tržištima. Na taj način dolazi do povlačenja kapitala i smanjenja kreditne aktivnosti banaka ne samo u zemlji zahvaćenoj krizom već i u onim zemalja u kojima te banke imaju značajno tržišno učešće. S obzirom da su putem stranih direktnih investicija u bankarskom sektoru zemalja Jugoistočne Evrope stvoreni uslovi za pojavu zaraze po osnovu ovog kanala, u nastavku rada će posebna pažnja biti posvećena istraživanju ovog kanala zaraze.

Političke veze kao izvor ekonomske zaraze nisu u dovoljnoj meri obrađene u ekonomskoj literaturi. Ovaj kanal širenja krize imao je značajnu ulogu u pojavi valutne krize evropskog monetarnog sistema iz 1992-1993.godine. **Promena “pravila igre”** odnosno promene propisa kojima se regulišu međunarodni finansijski tokovi kao potencijalni kanal zaraze dobija na značaju po izbijanju valutne krize u Rusiji 1998.godine kada je ruska vlada izdala devedesetodnevnu zabranu plaćanja obaveza komercijalnih banaka prema inostranim kreditorima. Povećani strah da bi i ostale zemlje mogle da povuku slične jednostrane poteze kao Rusija kao i strah da međunarodne finansijske institucije neće moći da pomognu ostalim zemljama ukoliko budu zahvaćene krizom doveo je do povlačenja sredstava inostranih investitora iz susednih zemalja (Dornbusch i dr., 2000, str.185).

Efekat “stampeda” se ogleda u velikim ulaganjima u određenu vrstu aktive koja su kasnije praćena masovnom prodajom aktive bez nekih očiglednih razloga. Efekat stampeda bazira se na strahu investitora da bi investirana sredstva mogla biti bespovratno izgubljena, a rezultat je postojanja informacione asimetrije. Pojava krize u određenoj zemlji mogla bi da motiviše investitore da prodaju svoju imovinu u ostalim zemljama iako nemaju preciznu sliku o stanju u svakoj od zemalja. Visoki troškovi prikupljanja i obrade specifičnih podataka za određene zemlje dovode do toga da relativno “neinformisani” investitori prate ponašanje navodno informisanih investitora. U takvim situacijama, manje informisani investitori zanemaruju informacije koje su im dostupne već se vode akcijama investitora koji su prethodno reagovali u cilju prilagođavanja svog portfolija. Ako informisani investitori odluče da prodaju svoju

imovinu u određenoj zemlji, manje informisani investitori će ih pratiti i time izazvati još veći odliv kapitala iz zemlje. Tendencija ka pojavi efekta "stampeda" se povećava sa porastom broja zemalja u kojima je moguće investirati i sa širenjem kruga investitora jer se time povećavaju fiksni troškovi prikupljanja i obrade specifičnih podataka o određenim zemljama.

Promena percepcije investitora ("poziv za buđenje") nastaje u onim slučajevima kada investitori suočeni sa gubicima u zemlji zahvaćenoj krizom preispituju svoje investicije u ostalim zemljama i njihove makroekonomske fundamente. Ako je kriza otkrila slabosti makroekonomskih fundamenata određene zemlje, investitori će imati tendenciju da povuku sredstva iz drugih zemalja sa sličnim karakteristikama. Te karakteristike mogu da budu visoki deficiti tekućeg računa, precenjena valuta, pad izvoza, visok nivo kratkoročnih portfolio investicija ("vrućeg" novca), nizak nivo deviznih rezervi, itd. Finansijski ranjive zemlje sa osrednjim fundamentima mogu biti pogođene zarazom u slučaju promene percepcije investitora ili pojačane averzije prema riziku. Ako valutna kriza u određenoj zemlji stvori strah od špekulativnih napada na valutu drugih zemalja, investitori mogu da profitiraju špekulišući protiv valuta za koje misle da će ih i drugi investitori prodavati (IMF, 1999, str. 69).

Rast verovatnoće za pojavu ekonomske zaraze u većini zemalja posledica je sve snažnije finansijske globalizacije koja utiče na rast broja potencijalnih kanala kojima se šira zaraza kao i na intenzitet i brzinu širenja zaraze. Postoje različiti subjekti kojima odgovara i koji potpomažu snažniju finansijsku globalizaciju a to su vlade, zajmoprimaoci, investitori i finansijske institucije (Halac i dr, 2003). Vlade putem liberalizacije finansijskog sistema i kapitalnog računa ubrzavaju finansijsku globalizaciju. Preduzeća i domaćinstva učestvuju u finansijskoj globalizaciji pozajmljivanjem sredstava iz inostranstva (na taj način smanjuju nivo svojih finansijskih ograničenja, tj. "izgladuju" potrošnju i investicije). Internacionalni investitori koriste benefite finansijske globalizacije kako bi ostvarili diverzifikaciju rizika na širem geografskom području, a kao posledica liberalizacije i individualni i institucionalni investitori iz razvijenih zemalja mogu na veoma jednostavan način da investiraju u zemljama u razvoju putem različitih

instrumenata. Napredak u informacionoj tehnologiji umanjio je značaj geografske lokacije što je omogućilo finansijskim institucijama da servisiraju više tržišta sa jedne lokacije. Veće oslanjanje na inostranu akumulaciju i širok spektar finansijskih veza povećavaju zavisnost ekonomskih subjekata iz zemalja u razvoju u odnosu na zajmodavce iz razvijenih zemalja.

Opasnost od pojave krize i ekonomske zaraze izgledaju kao cene koje određene zemlje moraju da plate kako bi se integrisale u međunarodni finansijski sistem, a prelivanje eksternih šokova se kao što smo prezentovali vrši preko različitih kanala. Relativnu važnost svakog kanala za širenje ekonomske zaraze je teško odrediti ali je jasno da je za svaki od kanala neophodno da zemlja ima otvorenu ekonomiju. U slučaju zemalja koje imaju slabo razvijenu međunarodnu trgovinu i u kojima strani investitori nemaju značajna sredstva postoji manji broj potencijalnih kanala za prenošenje zaraze i samim time su ove zemlje manje izložene. U slučaju zemalja Jugoistočne Evrope, olakšavajuću okolnost predstavlja činjenica da imaju plitko i nelikvidno finansijsko tržište pa je broj potencijalnih kanala manji. Takođe zemlje sa slabijim ekonomskim fundamentima će biti izloženije krizi usled reakcije domaćeg i međunarodnog tržišta kapitala mada treba napomenuti da poremećaji na međunarodnom tržištu kapitala i eksterni faktori koji utiču na kretanje međunarodnog kapitala čine određenu zemlju ranjivom bez obzira na njene fundamente.

6.1. Kanal zajedničkog zajmodavca kao izvor finansijske zaraze

Od početka procesa tranzicije, a posebno u prethodnoj deceniji, bankarski sektor svih zemalja Jugoistočne Evrope doživeo je značajne promene koje se pre svega odnose na ulazak bankarskih grupacija iz Zapadne Evrope na tržište koje su relativno brzo postale ključni "igrači" na tržištu. Akademska literatura i iskustva iz prakse pokazali su da je ulazak stranih banaka na tržište doneo značajne pogodnosti u vidu povećane konkurencije, bolje efikasnosti bankarskog sistema po osnovu transfera moderne tehnologije i korišćenja efekata ekonomije obima, veće integracije domaćeg finansijskog

tržišta sa međunarodnim tržištem kapitala čime su domaćinstva i preduzeća dobila pristup eksternim izvorima finansiranja, smanjenjem udela problematičnih kredita u portfoliju banaka, naprednih tehnika za upravljanje rizikom i uticajem na opštu stabilnost bankarskog sektora. Iz tabele 50 se može uočiti da je kod svih zemalja zabeležen drastičan porast udela stranih banaka u ukupnoj aktivni bankarskog sektora u periodu od 1999-2008. godine, što se najbolje vidi posmatranjem proseka za sve zemlje u uzorku gde je zabeležen rast sa 23.04% na čak 84.25%.

Tabela 50: Rast značaja stranih banaka u bankarskom sektoru zemalja Jugoistočne Evrope, 1999 - 2008

Zemlja	1999		2004		2008	
	Broj banaka (broj stranih banaka)	34 Udeo stranih banaka u ukupnoj aktivni*	Broj banaka (broj stranih banaka)	34 Udeo stranih banaka u ukupnoj aktivni*	Broj banaka (broj stranih banaka)	34 Udeo stranih banaka u ukupnoj aktivni (u%)
Albanija	13(2)	18.9	16(14)	93.3	16(14)	93.6
BiH	61(9)	3.8	33(17)	80.9	30(21)	95.0
Bugarska	34(22)	42.8	35(24)	81.6	30(22)	83.9
Crna Gora	-	-	10(3)	31.0	11(9)	84.6
Hrvatska	53(11)	40.3	37 (15)	91.3	33(16)	90.8
Makedonija	23(5)	11.5	21(8)	47.3	18(14)	93.1
Rumunija	34(19)	43.6	32(23)	58.5	32(27)	87.7
Srbija	75(3)	0.4	43 (11)	37.7	34(20)	75.3
Prosek		23.04		65.2		84.25

Izvor: EBRD, Structural change indicators

(<http://www.ebrd.com/pages/research/economics/data.shtml>)

Sa rapidnim povećanjem udela stranog vlasništva u bankarskom sektoru zemalja Jugoistočne Evrope, nivo finansijskih veza između zemalja Zapadne Evrope i regiona Jugoistočne Evrope je značajno porastao. Jače finansijske veze povećale su mogućnosti za pojavu finansijske zaraze po osnovu kanala zajedničkog zajmodavca, kako u zemljama Jugoistočne Evrope tako i u matičnim zemljama stranih banaka. U postojećem scenariju visoke prekogranične integracije među bankama, zajednički zajmodavac može biti glavni izvor sredstava za više zemalja što može biti problematično u slučaju pojave krize u nekoj od zemalja.

Kada je zajednički zajmodavac visoko izložen prema zemlji pogođenoj krizom, prilagođavanja u cilju očuvanja adekvatnosti kapitala i smanjenja izloženosti riziku mogu da dovedu do obustavljanja kreditnih linija prema drugim zemljama u regionu. Takođe, u slučaju da su potrebe za rebalansiranjem sredstava zajedničkog zajmodavca visoke, a potraživanja prema ostalim zemljama u regionu su u velikoj meri kratkoročna, to će dovesti do značajnog odliva kapitala iz ovih zemalja s obzirom da zajednički zajmodavac može relativno uspešno da likvidira samo kratkoročna potraživanja. Na primer, ako preduzeća iz zemlje A i B pozajmljuju sredstva koja potiču od istog zajedničkog zajmodavca (zemlje C), kriza u zemlji A dovodi do povećanja problematičnih kredita sa kojima su suočene banke iz zemlje C, a potreba za očuvanjem adekvatnosti kapitala dovodi do smanjenja kreditnih linija koju preduzeća iz zemlje B dobijaju od banaka iz zemlje C. Na taj način preduzeća iz zemlje B dolaze u tešku situaciju koja se može proširiti na celu ekonomiju bez obzira što ekonomije zemalja A i B ne moraju biti povezane.

Prema Sbraciu (2001, str.10) sličan obrazac za širenje zaraze je na delu i u slučaju promene vrednosti kolaterala (akcija ili državnih obveznica) koje obezbeđuju dužnici. Ako vrednost ovih sredstava padne posle pojave finansijske krize, banke će zahtevati da se vrednost kolaterala povрати. U slučaju da preduzeća iz zemlje B obezbeđuju kolateral iz zemlje A, bankarski sistem zemlje B će zahtevati da povrate vrednost kolaterala jer će u protivnom biti primorane da smanje nivo nerealizovanih kredita. U

takvoj situaciji, smanjenje kreditnih linija ka zemlji B i prelivanje krize iz zemlje A u zemlju B su najverovatniji ishodi.

Zemlje u razvoju, koje su s obzirom na nerazvijeno finansijsko tržište i slabu depozitnu bazu bankarskog sektora (što je slučaj sa zemljama Jugoistočne Evrope), zavisne od korišćenja inostranog kapitala radi finansiranja ekonomskih aktivnosti su posebno osetljive na promenu vrednosti kolaterala. Caballerru (1999, str.4) slaba povezanost ovih zemalja sa međunarodnim tržištem kapitala reflektuje se u nemogućnosti pružanja adekvatnog međunarodnog kolaterala što smanjuje mogućnosti preduzeća da se zadužuju u inostranstvu. Ako ekonomija određene zemlje finansira svoje aktivnosti putem obezbeđenja kolaterala iz susedne zemlje, kriza u susednoj zemlji će naterati zajmodavca da traži čvršće garancije za svoja potraživanja, a ukoliko to nije moguće obezbediti, zajmodavac će smanjiti rejting dužnika kao i nivo raspoloživih kreditnih linija. Ako u periodu krize, međunarodni kolateral nije dovoljan da pokrije finansiranje svih neophodnih aktivnosti, preduzeća će biti primorana da zamene domaću aktivu za međunarodni kolateral po cenama koje su niže od onih koji su u skladu sa fundamentima zemlje, čime se dodatno zaoštrava inicijalni šok.

26 Najznačajnija empirijska istraživanja kanala zajedničkog zajmodavca su sprovedi Kaminsky i Reinhart (1999), Caramazza, Ricci i Salgado (2000) i Van Rijckeghem i Weder (1999). Kaminsky i dr. (1999) su podelili grupu od 20 zemalja u razvoju u 3 klastera: po osnovu geografske udaljenosti, trgovinskih veza i izvora finansiranja. Njihov model je doneo dva značajna zaključka: verovatnoća pojave valutne krize u određenoj zemlji raste nelinearno u odnosu na broj zemalja zahvaćenih krizom koje pripadaju istom klasteru; verovatnoća pojave krize u određenoj zemlji je veća ukoliko pripada grupi zemalja sa istim zajedničkim zajmodavcem kao i zemlja pogođena krizom nego u slučaju kada pripada istom trgovinskom ili geografskom klasteru.

Caramazza i dr. (2000) su koristeći podatke Banke za međunarodna poravnanja, identifikovali zajedničkog zajmodavca u svakoj od kriza kao zemlju koja je najviše pozajmljivala sredstava zemlji koja je prvo pogođena krizom. U slučaju krize u Latinskoj Americi zajednički zajmodavac su bile SAD, Japan je bio zajednički zajmodavac u

slučaju azijske krize, a Nemačka u slučaju krize u Rusiji 1998.godine. Oni su pokazali da su se zemlje koje su pogođene krizom više oslanjale na zajedničkog zajmodavca kao izvor finansiranja nego što je to bio slučaj sa zemljama koje nisu pogođene krizom (udeo zajedničkog zajmodavca u ukupnim potraživanjima prema zemljama pogođenim krizom je bio 5% veći u odnosu na zemlje koje nisu zahvaćene krizom). Takođe, zemlje pogođene krizom su bile značajnije za zajedničkog zajmodavca u odnosu na zemlje koje nisu zahvaćene krizom (udeo zemalja pogođenih krizom u ukupnim sredstvima zajedničkog zajmodavca je bio 10% veći u odnosu na zemlje koje nisu bile zahvaćene krizom). Istraživanje je pokazalo da je širenje finansijske zaraze po osnovu kanala zajedničkog zajmodavca bilo posebno izraženo u slučaju latino-američke i azijske krize.

Van Rijckeghem i dr. (1999) su za svaku krizu identifikovali "nultu zemlju" (zemlju u kojoj se prvo pojavila kriza), a zatim su ispitivali sličnosti u strukturi finansiranja koje su zemlje koje su kasnije pogođene krizom imale sa "nultom zemljom". Istraživanje je pokazalo da je struktura zaduženosti najvažniji faktor u transmisiji finansijskih šokova između različitih zemalja. Sve zemlje koje su pogođene krizom nakon izbijanja krize u "nultoj zemlji" su imale sličnu strukturu finansiranja kao i "nulta zemlja", što pokazuje da je korišćenje sredstava koje potiču iz istog izvora (zajedničkog zajmodavca) povezano sa većom verovatnoćom pojave finansijske zaraze.

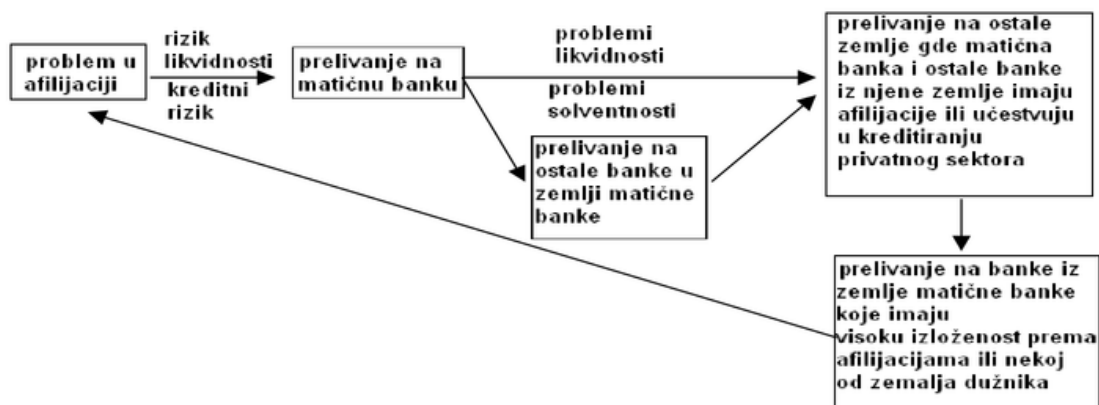
Jačina potencijalnih efekata finansijske zaraze zavisi generalno od veličine izloženosti banaka zajedničkog zajmodavca u odnosu na zemlju pogođenu krizom i zavisnosti ostalih zemalja od sredstava koje potiču od zajedničkog zajmodavca. Sbracia i Zaghini (2001, str.10) su definisali 3 preduslova koja moraju biti zadovoljena da bi se transmisija zaraze odvijala preko kanala zajedničkog zajmodavca:

- Izloženost zajedničkog zajmodavca prema zemlji koja je prvo pogođena krizom mora biti visoka, što podrazumeva visoke gubitke i potrebu da se povрати kapital;
- Zajednički zajmodavac mora biti važan izvor sredstava za ostale zemlje;
- Ostale zemlje (potencijalne žrtve finansijske zaraze) ne smeju imati na raspologanju druge izvore finansiranja.

Treba imati na umu da se poslednji uslov odnosi na određeni vid tržišne nesavršenosti. Ako zajednički zajmodavac ne uspe da osigura otplatu odobrenih kredita u zemljama sa zdravim fundamentima, neki drugi zajmodavac bi mogao da uskoči na njegovo mesto. Međutim, zajednički zajmodavac je po pravilu bolje informisan o ekonomiji dužnika s obzirom na prethodne odnose ili geografsku blizinu. Potencijalni zajmodavac se može uzdržati od zamene zajedničkog zajmodavca s obzirom da ne može da na efikasan način prikupi informacije o ekonomiji dužnika (npr. usled visokih početnih troškova prikupljana informacija). U slučaju zemalja Jugoistočne Evrope možemo reći da je treći uslov u dobroj meri ispunjen, s obzirom da su zbog ne razvijenosti finansijskih tržišta, preduzeća uglavnom oslonjena na klasičan vid finansiranja putem kredita, a najveći deo aktive bankarskog sektora je u vlasništvu bankarskih grupacija koje potiču iz malog broja zapadnih zemalja, a sa druge strane mogućnost finansiranja na međunarodnom tržištu kapitala su veoma ograničeni. Međunarodno izdavanje obveznica je zanemarljiv izvor finansiranja za gotovo sve zemlje Centralne i Istočne Evrope, a nivo direktnih prekograničnih zajmova od nefinasijskog privatnog sektora je nakon izbijanja globalne ekonomske krize znatno smanjen.

Mogući uzroci za pojavu finansijske zaraze po osnovu kanala zajedničkog zajmodavca mogu poticati od afilijacije strane banke ili od same matične banke. Na slici 3 je prikazan način širenja zaraze kada je uzrok problem u afilijaciji strane banke. Problem u afilijaciji strane banke može rezultirati u pritisku na likvidnost i solventnost matične banke u slučaju da je matična banka visoko izložena prema zemlji u kojoj posluje njena afilijacija. Prelivanje problema se ne zaustavlja samo na matičnoj banci već se zbog razvijenih međubankarskih veza, problemi likvidnosti i solventnosti prelivaju i na ostale banke u zemlji u kojoj se nalazi matična banka kao i na ostale zemlje gde matična banka i ostale banke iz njene zemlje imaju afilijacije ili učestvuju u kreditiranju privatnog sektora. Pojava krize u ostalim zemljama se preliva i na one banke koje imaju visoku izloženost prema svojim afilijacijama u tim zemljama što utiče da finansijskom zarazom bude zahvaćen veliki broj banaka i zemalja.

Slika 3: Problem u afilijaciji kao uzrok širenja finansijske zaraze



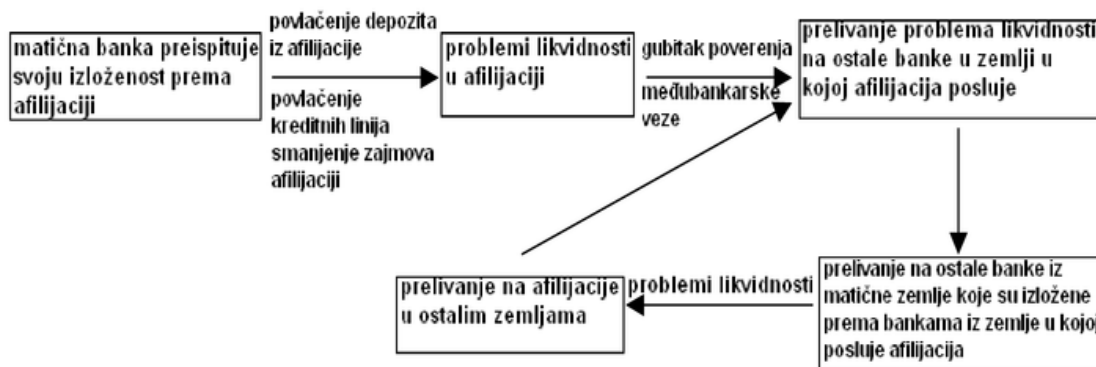
Izvor: Arvai i dr., 2009, str.13

Takođe, iznenadno preispitivanje izloženosti matične banke prema zemlji u kojoj posluje njena afilijacija može izložiti njenu afilijaciju problemima likvidnosti. Afilijacije stranih banaka u zemljama u razvoju se zbog nedovoljne depozitne baze, u velikoj meri oslanjaju na sredstva koja potiču od matične banke za potrebe rastuće kreditne aktivnosti pa će povlačenje depozita iz afilijacije ili smanjenje nivoa zajmova od strane matične banke (ili naplaćivanje većih kamatnih stopa na korišćenje sredstava) dovesti afilijaciju u nezavidan položaj. Zbog razvijenih međubankarskih veza i gubitka poverenja koje je praćeno povlačenjem depozita, problemi likvidnosti u afilijaciji se brzo šire na ostale banke u zemlji u kojoj afilijacija posluje.

Kaufmann (1992, str.3) je kao karakteristike bankovne zaraze naveo činjenicu da se u poređenju sa drugim industrijama širi brže, zahvata veći deo industrije (odnosno bankarskog sektora u ovom slučaju), dovodi do većeg broja stečaja, rezultira u većim gubicima kreditora i deponenata i širi se znatno izvan bankarskog sektora izazivajući značajnu štetu finansijskom sistemu kao celini. Upravo ove karakteristike bankovne zaraze utiču da ostale banke u zemlji budu ranjive na pojavu problema u određenoj afilijaciji. Prelivanje na ostale banke u zemlji se ne zaustavlja samo na afilijacijama nego se u vidu pritiska likvidnosti i solventnosti prenosi na njihove matične banke što može stvoriti probleme likvidnosti i kod afilijacija koje posluju u ostalim zemljama čime se

finansijska zaraze širi na druge zemlje koje ne moraju imati značajne ekonomske odnose sa zemljom iz koje potiče afilijacija koja je prva pogođena problemima likvidnosti.

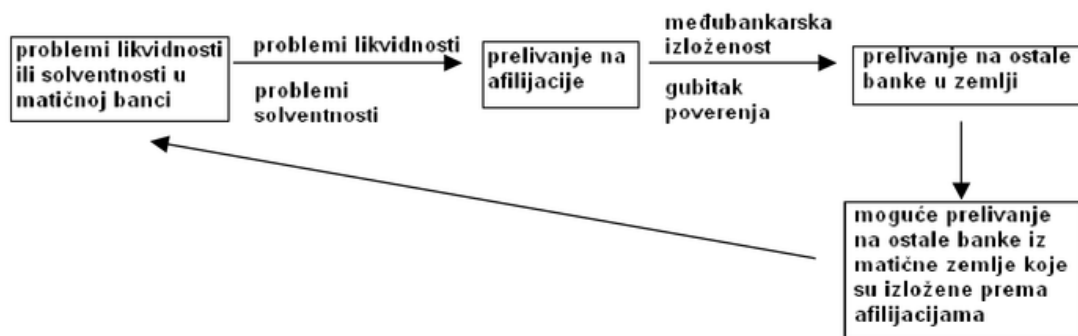
Slika 4: Preispitivanje izloženosti matične banke prema svojoj afilijaciji kao uzrok širenja finansijske zaraze



Izvor: Arvai i dr.,2009,str.13

Širenje finansijske zaraze može imati i drugačiji smer, tj. problemi u matičnoj banci mogu biti uzrok širenja zaraze ka zemlji u kojoj posluje njena afilijacija, što je prikazano na slici 4.

Slika 5: Problem u matičnoj banci kao uzrok širenja finansijske zaraze



Izvor: Arvai i dr.,2009,str.13

Problemi likvidnosti ili solventnosti matične banke mogu se prelići na njihove afilijacije i ekspoziture u drugim zemljama putem gubitka poverenja u njihove afilijacije ili kao

posledica zavisnosti afilijacija od sredstava koje potiču od matične banke. Prelivanje problema iz afilijacije ka ostalim bankama u zemlji kao i na njihove matične banke i afilijacije u drugim zemljama se odvija preko mehanizma koji je već opisan. Povoljna okolnost za zemlje Jugoistočne Evrope je što su direktne veze njihovih bankarskih sistema preko evropskog međubankarskog tržišta sa bankarskim sistemima zemalja Zapadne Evrope, koje se javljaju kao zajednički zajmodavci, relativno slabe. Ovaj način finansiranja za afilijacije stranih banaka predstavlja skuplju opciju u odnosu na direktne zajmove od matične banke s obzirom na premiju rizika i rizik druge ugovorne strane.

U nastavku rada, radi adekvatnije evaluacije opasnosti od pojave finansijske zaraze po osnovu kanala zajedničkog zajmodavca neophodno je analizirati strukturu potraživanja stranih banaka (geografsku, ročnu i sektorsku) prema regionu Jugoistočne Evrope.

6.2. Analiza strukture potraživanja stranih banaka prema zemljama Jugoistočne Evrope

U cilju ispitivanja mogućnosti za narušavanje finansijske stabilnosti i pojavu finansijske zaraze po osnovu kanala zajedničkog zajmodavca neophodno je analizirati strukturu potraživanja stranih banaka prema zemljama Jugoistočne Evrope. Analiza se zasniva na konsolidovanoj statistici internacionalnih banaka koje izveštavaju Banku za međunarodna poravnanja (BIS). Konsolidovana statistika BIS-a pravi razliku između sedišta neposrednog dužnika i sedišta krajnjeg dužnika. Krajnji dužnik je ona strana koja je u krajnoj liniji odgovorna za servisiranje duga u slučaju da neposredni dužnik ne izvrši svoju obavezu. Na osnovu ovoga imamo dve osnove po kojima se konsoliduju podaci o potraživanju stranih banaka: na bazi neposrednog dužnika i na bazi ultimativnog rizika.

Ukupna potraživanja banaka prema određenoj zemlji možemo podeliti u sledeće kategorije:

- Direktna prekogranična potraživanja stranih banaka prema zemlji domaćinu (ova kategorija obuhvata sva potraživanja matica stranih banaka ili nekih

drugih (nepovezanih) banaka na prekograničnoj osnovi);

- Lokalna potraživanja afilijacija stranih banaka u stranoj valuti;
- Lokalna potraživanja afilijacija stranih banaka u domaćoj valuti;
- Lokalna potraživanja domaćih banaka.

Strana potraživanja na bazi neposrednog dužnika se sastoje iz internacionalnih potraživanja i lokalnih potraživanja afilijacija stranih banaka. Internacionalna potraživanja obuhvataju direktna prekogranična potraživanja stranih banaka koje izveštavaju BIS i lokalna potraživanja afilijacija stranih banaka u stranoj valuti. Lokalnih potraživanja afilijacija stranih banaka odnose se samo na potraživanja afilijacija u domaćoj valuti što utiče na to da podaci o lokalnim potraživanjima na bazi neposrednog dužnika podcenjuju aktivnost stranih afilijacija i ogranaka u zemlji domaćinu.

U tabeli 51 prikazana su strana potraživanja na bazi neposrednog dužnika prema svakoj od zemalja Jugoistočne Evrope. Iz tabele možemo uočiti drastičan porast stranih potraživanja za sve zemlje (ukupno za region u periodu od 15 godina potraživanja stranih banaka su porasla sa 15.6 milijardi na 212.05 milijardi dolara), a najveći porast stranih potraživanja u apsolutnom smislu zabeležile su Rumunija (sa 4.2 milijarde na čak 81.2 milijardi dolara) i Hrvatska (sa 8.8 milijardi na 55.8 milijardi dolara) koje su i najveći dužnici. Iz tabele možemo uočiti da se najveći deo potraživanja odnosi na internacionalna potraživanja (potraživanja u stranoj valuti), a jedino su u slučaju Bosne i Hercegovine lokalna potraživanja veća od internacionalnih.

Iz tabele 51 se takođe može ⁸⁰ uočiti da su lokalna potraživanja stranih banaka u toku 2001.godine bila zanemarljiva (što je i logično s obzirom da se u većini zemalja masovni ulazak stranih banaka na tržište putem akvizicija vezanih za proces privatizacije ili greenfield investicija desio posle toga), a da je za većinu zemalja nagli skok lokalnih potraživanja u apsolutnom smislu zabeležen nakon 2005.godine.

Tabela 51: Potraživanja stranih banaka na bazi neposrednog dužnika, u milijardama USD

Zemlja	Ukupna strana potraživanja			Internacionalna potraživanja			Lokalna potraživanja		
	2001	2005	2016	2001	2005	2016	2001	2005	2016
Albanija	0.27	2.37	5.61	0.27	0.67	2.88	0	1.70	2.73
BiH	0.11	5.13	8.89	0.11	2.77	3.04	0	2.36	5.85
Bugarska	1.65	12.52	32.41	1.54	9.20	16.71	0.11	3.32	15.70
Crna Gora	-	-	1.28	-	-	0.83	-	-	0.45
Hrvatska	8.85	46.51	55.84	7.36	28.33	37.44	1.49	18.18	18.40
Makedonija	0.13	0.84	3.78	0.13	0.56	2.14	0	0.28	1.64
Rumunija	4.24	32.00	81.26	3.48	22.26	43.10	0.76	9.74	38.16
Srbija	0.44	7.77	22.98	0.44	5.61	15.12	0	2.16	7.86
Ukupno	15.69	107.14	212.05	13.33	69.4	135.08	2.36	37.74	90.79

Izvor: Konsolidovana statistika internacionalnih banaka, BIS

U tabeli 52 prikazana su potraživanja stranih banaka na bazi neposrednog dužnika u relativnom smislu. Iz tabele možemo uočiti da je kod 5 od 7 zemalja u uzorku došlo da pada udela internacionalnih potraživanja u ukupnim stranim potraživanjima što sugerise na rastuću kreditnu aktivnost afilijacija stranih banaka u lokalnoj valuti. Jedine dve zemlje u kojima je zabeležen rast udela internacionalnih potraživanja u ukupnim stranim potraživanjima su Albanija (kod koje je taj rast udela drastičan, sa 28.27% na čak 51.34%) i Hrvatska (kod koje je zabeležen umeren rast udela sa 60.91% na 67.05%). Potraživanja u lokalnoj valuti imaju najveći udeo u ukupnim stranim potraživanjima u slučaju Bosne i Hercegovine i Crne Gore što je i logično s obzirom da Bosna i

Hercegovina ima valutni odbor, a Crna Gora koristi evro kao valutu. Iz tabele se takođe može uočiti relativni značaj stranih potraživanja u odnosu na ukupne neto domaće kredite koji je najveći u slučaju Makedonije i Srbije.

Tabela 52: Potraživanja stranih banaka na bazi neposrednog dužnika u relativnom smislu

Zemlja	Internacionalna potraživanja u % ukupnih stranih potraživanja		Lokalna potraživanja u % ukupnih stranih potraživanja		Ukupna strana potraživanja u % ukupnih neto domaćih kredita	
	2005	2016	2005	2016	2005	2016
Albanija	28.27	51.34	71.73	48.66	60.77	36.90
BiH	54.00	34.20	46.00	65.80	215.55	62.05
Bugarska	73.48	51.56	26.52	48.44	113.30	51.45
Crna Gora	-	64.84	-	35.16	-	67.69
Hrvatska	60.91	67.05	39.09	32.95	287.10	1.01
Makedonija	66.67	56.61	33.33	43.39	63.16	336.97
Rumunija	69.56	53.04	30.44	46.96	165.20	11.70
Srbija	72.20	65.80	27.80	34.20	125.32	190.48

Izvor: Kalkulacija autora na osnovu konsolidovane statistike internacionalnih banaka, BIS

Strana potraživanja na bazi ultimativnog rizika se sastoje iz prekograničnih potraživanja stranih banaka i lokalnih potraživanja afilijacija stranih banaka. Lokalna potraživanja u ovom slučaju obuhvataju kako lokalna potraživanja u domaćoj tako i lokalna potraživanja u stranoj valuti čime se na adekvatan način odražava lokalna aktivnost

stranih afilijacija. Poređenjem podataka iz tabele 53 gde su prikazana strana potraživanja na bazi ultimativnog rizika sa podacima iz tabele 51, može se uočiti da je vrednost stranih potraživanja na bazi ultimativnog rizika manja u slučaju svih zemalja što znači da za određeni deo duga garantuju krajni dužnici koji su nerezedinti (rizik je putem kreditnih derivata i garancija transferisan ka entitetima izvan regiona Jugositočne Evrope). Iz tabele vidimo da lokalna potraživanja stranih afilijacija imaju skoro dvostruko veći udeo u odnosu na prekogranična potraživanja, a jedino u slučaju Crne Gore prekogranična potraživanja su neznatno manja od lokalnih potraživanja. S obzirom da je Crna Gora imala mnogo veći udeo lokalnih potraživanja u ukupnim stranim potraživanjima na bazi neposrednog dužnika nego na bazi ultimativnog rizika možemo zaključiti da za najveći deo kredita odobrenih u stranoj valuti u Crnoj Gori garantuju krajni dužnici koji nisu rezidenti Crne Gore.

Tabela 53: Potraživanja stranih banaka na bazi ultimativnog rizika, u milijardama USD

Zemlja	Ukupna strana potraživanja		Prekogranična potraživanja		Lokalna potraživanja	
	2005	2016	2005	2016	2005	2016
Albanija	2.30	5.26	0.47	2.38	1.83	2.88
BiH	4.26	7.57	2.34	1.91	1.92	5.66
Bugarska	9.44	30.85	3.45	9.47	5.99	21.38
Crna Gora	-	1.10	-	0.51	-	0.59
Hrvatska	38.00	54.04	16.74	18.96	21.26	35.08
Makedonija	0.71	3.44	0.01	1.28	0.7	2.16
Rumunija	25.80	78.82	11.76	28.74	14.04	50.08
Srbija	6.47	20.74	4.06	6.36	2.41	14.38
Ukupno	86.98	201.82	38.83	69.61	48.15	132.21

Izvor: Konsolidovana statistika internacionalnih banaka, BIS

U tabeli 54 prikazana su potraživanja stranih banaka na bazi ultimativnog rizika u relativnom smislu. Iz tabele možemo uočiti da lokalna potraživanja čine 2/3 ukupnih stranih potraživanja u svim zemljama osim u Albaniji i Crnoj Gori gde je udeo lokalnih potraživanja iznad 50%. Kod 4 od 7 zemalja zabeležen je rast udela lokalnih potraživanja u 2016.godini u poređenju sa 2005.godinom. S obzirom da je Makedonija zabeležila rast udela lokalnih potraživanja u ukupnim stranim potraživanjima na bazi neposrednog dužnika i zabeležila pad udela lokalnih potraživanja na bazi ultimativnog rizika, možemo zaključiti da su banke u Makedoniji smanjile nivo kreditiranja u stranoj valuti. Tabela takođe sugerise da je odnos između lokalnih potraživanja i neto stranih potraživanja najlošiji u slučaju Bosne i Hercegovine, Bugarske i Srbije.

Tabela 54: Potraživanja stranih banaka na bazi ultimativnog rizika u relativnom smislu

Zemlja	Prekogranična potraživanja u % ukupnih stranih potraživanja		Lokalna potraživanja u % ukupnih stranih potraživanja		Lokalna potraživanja u % neto domaćih kredita	
	2005	2016	2005	2016	2005	2016
Albanija	20.43	45.25	79.57	54.75	46.92	38.92
BiH	54.93	25.23	45.07	74.77	80.67	60.03
Bugarska	36.55	30.70	63.45	69.30	54.21	70.07
Crna Gora	-	46.36	-	53.64	-	89.16
Hrvatska	44.05	35.09	67.00	64.91	131.23	1.33
Makedonija	1.41	37.21	98.59	62.79	52.63	642.45
Rumunija	45.58	36.46	54.42	63.54	72.48	21.40
Srbija	62.75	30.67	37.25	69.33	38.87	249.99

Izvor: Kalkulacija autora na osnovu konsolidovane statistike internacionalnih banaka, BIS

Za potpunije shvatanje značaja strane akumulacije za kreditnu ekspanziju pojedinih zemalja i mogućnosti za pojavu finansijske zaraze po osnovu kanala zajedničkog zajmodavca, neophodno je analizirati izloženost zemalja Jugoistočne Evrope prema stranim bankama. U tabeli 55 prikazan je udeo svake od zemalja u ukupnim stranim potraživanjima prema regionu i odnos ukupnih stranih potraživanja prema BDP-u zemlje. Iz tabele možemo videti da preko 79% ukupnih stranih potraživanja prema regionu otpada na 3 zemlje: Rumuniju, Hrvatsku i Bugarsku.

18

Vidimo da je u periodu od 2005-2008.godine došlo do promene u strukturi regionalnih potraživanja s obzirom da se značajno smanjio udeo Hrvatske, a povećao udeo Rumunije odnosno Bugarske (pristupanje Evropskoj Uniji doprinelo je smanjenju rizika zemlje) dok u periodu od 2008-2016.godine struktura regionalnih potraživanja nije pretrpela promene.

Iz tabele se može uočiti da je nivo stranih potraživanja prema zemljama Jugoistočne Evrope značajan u odnosu na njihov BDP što se posebno odnosi na Hrvatsku (gde su strana potraživanja iznose preko 97% BDP-a zemlje). Iz tabele takođe možemo uočiti da je vrednost ovog pokazatelja u slučaju nekih zemalja smanjen nakon izbijanja globalne ekonomske krize (konkretno u slučaju Bosne i Hercegovine, Bugarske i Crne Gore) što je posledica nekoliko faktora: smanjenja svih kreditnih linija osim onih sa najkraćim rokom dospeća koji se obezbeđuju afilijacijama, vršenja pritiska na afilijacije da promene poslovni model tako što će sa refinansiranja kredita preći na model koji zavisi od lokalne depozitne baze, vršenjem pritiska na afilijacije da primenjuju opreznije standarde kreditiranja, smanjenje limita u trgovini hartijama od vrednosti, kako osiguranim tako i neosiguranim hartijama od vrednosti i povlačenje slobodne devizne likvidnosti afilijacija (Dragutinović, 2009). Bez obzira na navedene faktore, u slučaju Srbije postoji konstantan rast vrednosti pokazatelja stranih potraživanja u ukupnim potraživanjima prema regionu, koji je bio najveći u odnosu na sve zemlje u regionu nakon izbijanja globalne ekonomske krize.

Tabela 55: Potraživanja stranih banaka prema zemljama Jugoistočne Evrope

Zemlja	u % ukupnih potraživanja prema regionu			u % BDP-a zemlje		
	2005	2008	2016	2005	2008	2016
Albanija	2.21	2.24	2.65	29.07	55.23	42.44
BiH	4.79	4.03	4.19	47.05	69.66	49.22
Bugarska	11.68	14.09	15.28	43.33	87.08	58.16
Crna Gora		1.13	0.60		79.54	28.44
Hrvatska	43.41	29.02	26.33	103.82	133.01	97.57
Makedonija	0.79	0.73	1.78	14.07	23.68	33.39
Rumunija	29.81	40.53	38.32	32.27	63.52	40.60
Srbija	7.25	8.22	10.84	30.8	55.18	45.18

Izvor: Kalkulacija autora na osnovu konsolidovane statistike internacionalnih banaka, BIS

Još jedan od faktora koji utiče na verovatnoću nastanka finansijske zaraze po osnovu kanala zajedničkog zajmodavca je koncentracija stranih potraživanja. Ako su strana potraživanja vezana za jednog velikog kreditora (određenu zemlju) i taj kreditor je pogođen iznenadnim šokom koji ga primorava da likvidira svoja potraživanja, uticaj na zemlju domaćina će svakako biti veći nego u slučaju kada zemlja koristi strani kapital koji potiče iz više zemalja. U tabeli 56 prikazana su potraživanja stranih banaka na bazi neposrednog dužnika prema geografskom poreklu.

Iz tabele možemo uočiti da su strana potraživanja ekstremno koncentrisana u slučaju Bosne i Hercegovine i Hrvatske (čak 87.1% odnosno 81.6% ukupnih stranih potraživanja potiče iz 2 zemlje) i visoko koncentrisana u slučaju ostalih zemalja (za sve

zemlje Jugoistočne Evrope na 3 najveća zajmodavca otpada više od 70% ukupnih stranih potraživanja izuzev za Bugarsku i Rumuniju).

Tabela 56: Potraživanja stranih banaka prema geografskom poreklu, u % ukupnih stranih potraživanja, u 2016. godini

	Austrija	Grčka	Italija	Francuska	Nemačka	Belgija	Švajcarska	Top 2	Top 3	Top 5
Albanija	34.02	27.61	20.64	10.75	-	-	0.14	61.63	82.27	93.16
BiH	40.96	-	46.23	0.28	-	0.01	0.22	87.19	87.47	87.7
Bugarska	11.74	28.86	-	14.13	1.08	4.47	0.26	42.99	54.73	60.25
Crna Gora	31.52	1.55	-	39.13	-	-	16.84	70.65	87.49	89.04
Hrvatska	35.65	0.01	45.03	8.00	-	-	1.00	81.68	89.68	90.69
Makedonija	8.53	47.54	9.40	15.38	-	-	0.31	62.92	72.32	81.16
Rumunija	32.63	15.72	15.07	17.44	1.41	0.26	0.14	50.07	65.79	67.46
Srbija	22.76	19.37	31.91	17.36	-	-	0.58	54.67	74.04	91.98

Izvor: Kalkulacija autora

Iz tabele se može uočiti da su najveći zajmodavci u regionu Jugoistočne Evrope Austrija, Italija, Grčka, Francuska i Nemačka dok su potraživanja ostalih zemalja prema regionu kao celini zanemarljiva. Austrija je najvažniji strani kreditor u regionu sa najvećim udelom u stranim potraživanjima u slučaju 5 zemalja: Albanije, Bosne i Hercegovine, Crnoj Gore, Hrvatske i Rumunije (najmanji udeo Austrije u ukupnim stranim potraživanjima određene zemlje je 8.53% u slučaju Makedonije, a najveći čak 40.96% u slučaju Bosne i Hercegovine). Kada su u pitanju 3 zemlje kod kojih nema najveći udeo u stranim potraživanjima, Austrija je za 2 od te 3 zemlje drugi najvažniji kreditor. Grčka ima najveći udeo u stranim potraživanjima u slučaju Bugarske i Makedonije dok Italija ima najveći udeo u stranim potraživanjima prema Srbiji.

Francuska je važan kreditor za najrazvijenije zemlje u regionu (Rumuniju, Bugarsku, Hrvatsku i Srbiju) dok Nemačka ima najveći udeo u stranim potraživanjima prema Rumuniji i Bugarskoj. Na osnovu prezentovanog može se zaključiti da određeni kreditori predstavljaju važan izvor sredstava za više zemalja čime je ispunjen jedan od uslova za pojavu finansijske zaraze po osnovu kanala zajedničkog zajmodavca.

Da bi se ispunio drugi uslov, tj. da bi zajednički zajmodavac doživeo velike gubitke i bio primoran da preispita svoju kreditnu aktivnost u regionu, izloženost zajedničkog zajmodavca prema zemlji koja je pogođena krizom mora biti visoka. Izloženost stranih banaka iz zemalja zajedničkih zajmodavaca prema regionu Jugoistočne Evrope prikazana je u tabeli 57. Tabela potvrđuje prethodno iznet zaključak da je Austrija najveći zajmodavac u regionu (skoro trećina ukupnih stranih potraživanja otpada na austrijske banke), a da su posle nje najveći zajmodavci Grčka i Italija.

Iz tabele takođe možemo primeti da su u slučaju Austrije i Grčke potraživanja prema regionu Jugoistočne Evrope značajna u odnosu na njihov BDP i imaju solidan udeo u ukupnim stranim potraživanjima ovih zemalja. Ono što je posebno zabrinjavajuće je da u slučaju Austrije kao najvećeg zajmodavca postoji tendencija rasta udela potraživanja prema regionu Jugoistočne Evrope u odnosu na ukupna strana potraživanja (sa 12.56% u 2005. godini na 18.34% u 2016. godini) i u odnosu na BDP (sa 12.01% BDP-a u 2005. godini na 16.51% u 2016. godini) što jasno pokazuje da izloženost Austrije prema regionu ima rastuću tendenciju.

Za Italiju, Francusku i Nemačku sa druge strane možemo reći da je relativni značaj potraživanja prema regionu Jugoistočne Evrope u odnosu na njihov BDP i ukupna strana potraživanja relativno mali.

Tabela 57: Potraživanje stranih banaka iz zemalja zajedničkih zajmodavaca

Zemlja	u % ukupnih potraživanja prema regionu			u % ukupnih potraživanja zajmodavca			u % BDP-a zajmodavca		
	2005	2011	2016	2005	2011	2016	2005	2011	2016
Austrija	34.01	35.81	29.12	12.56	17.02	18.34	12.01	25.62	16.51
Grčka	-	15.96	14.14	-	30.01	20.07	-	15.55	15.38
Italija	20.11	23.67	23.74	5.97	7.45	6.28	1.21	3.21	2.77
Nemačka	6.17	3.06	0.70	0.23	1.09	0.06	0.23	0.25	0.04
Francuska	6.30	11.55	13.64	0.37	1.09	0.10	0.31	0.96	1.19

Izvor: Kalkulacija autora na osnovu konsolidovane statistike internacionalnih banaka, BIS

Rizik pojave finansijske zaraze po osnovu kanala zajedničkog zajmodavca se znatno povećava u slučaju da su strana potraživanja pretežno kratkoročna s obzirom da su strani investitori u mogućnosti da likvidiraju ova potraživanja relativno brzo. U tabeli 58 prikazana je ročna struktura internacionalnih potraživanja stranih banaka (na bazi neposrednog dužnika). Iz tabele možemo uočiti da je došlo do poboljšanja ročne strukture internacionalnih potraživanja s obzirom da je udeo potraživanja sa rokom dospeća do godinu dana ($L < 1$) za sve zemlje manji u 2016. godini u odnosu na 2005. godinu. Najbolju ročnu strukturu internacionalnih potraživanja ima Crna Gora s obzirom da ima najmanji udeo kratkoročnih potraživanja u odnosu na sve zemlje u regionu što joj omogućava da nešto lakše servisira svoje dužničke obaveze po osnovu potraživanja stranih banaka. Makedonija i Bosna i Hercegovina imaju najlošiju ročnu strukturu internacionalnih potraživanja.

Povoljna okolnost za Srbiju je činjenica da ročna struktura potraživanja pokazuje znake kontinuiranog poboljšanja (u 2005. godini Srbija je imala najlošiju ročnu strukturu u

celom regionu sa skoro 55% kratkoročnih potraživanja da bi tokom 2016.godine taj udeo iznosio 25.72%)

Kada se posmatraju isključivo potraživanja sa rokom dospeća preko 2 godine, najmanji udeo ovih potraživanja u ukupnim internacionalnim potraživanjima ima Makedonija (kontinuirano od 2008-2016.godine) dok Crna Gora i Srbija imaju najveći udeo ovih potraživanja (u slučaju obe zemlje postoji jasan rastući trend ovog udela).

Tabela 58: Ročna struktura internacionalnih potraživanja stranih banaka

Zemlja	2005			2011			2016		
	L<1	1<L<2	L>2	L<1	1<L<2	L>2	L<1	1<L<2	L>2
Albanija	44.62	2.98	52.4	36.6	8.02	55.38	25.97	11.23	62.80
BiH	37.34	7.74	54.92	37.5	9.43	53.07	29.55	12.29	58.16
Bugarska	36.81	6.42	56.77	33.3	9.84	56.83	22.00	14.93	63.07
Crna Gora	-	-	-	43.7	6.47	49.83	18.80	22.65	58.55
Hrvatska	39.26	6.98	53.76	31.5	11.37	57.13	26.24	15.33	58.43
Makedonija	46.88	9.44	43.68	40.1	10.04	49.86	42.44	8.99	48.57
Rumunija	47.7	5.14	47.16	38	10.53	51.47	25.74	16.87	57.39
Srbija	54.57	5.94	39.49	41.5	10.19	48.31	25.72	21.84	52.44
Prosek	43.88	6.38	49.74	37.78	9.49	52.73	27.06	15.52	57.43

Izvor: Kalkulacija autora na osnovu konsolidovane statistike internacionalnih banaka, BIS

Pored promene u ročnoj strukturi potraživanja, postoji promena i u sektorskoj strukturi stranih potraživanja što se može uočiti iz tabele 59. Povećanje udela potraživanja prema javnom sektoru u slučaju svih zemalja nakon izbijanja globalne ekonomske krize posledica je rastućih budžetskih deficita. Sa druge strane došlo je i do promene strukture potraživanja kada je privatni sektor u pitanju s obzirom da se smanjio udeo

potraživanja prema bankama u svim zemljama u regionu (Srbija je zanimljivo bila zemlja sa najvećim udelom potraživanja prema bankama u 2008.godini). Sa jedne strane ova pojava je nastala kao posledica pritiska matičnih banaka na svoje afilijacije da promene poslovni model i da se više oslanjaju na domaće depozite. Takođe treba napomenuti da je pad kreditnog rejtinga u slučaju pojedinih zemalja (poput Grčke) zbog visokog spoljnog duga i neizvesnosti oko sposobnosti zemljalja da uredno servisiraju dug prouzrokovao negativne efekte prelivanja na solventnost matičnih banaka koje su zatim prestale da snabdevaju sredstvima svoje afilijacije ostavivši ih da se oslanjaju isključivo na lokalne depozite.

Tabela 59: Sektorska struktura potraživanja stranih banaka

Zemlja	2008				2016			
	javni sektor	privatni sektor			javni sektor	privatni sektor		
		banke	ostali	ukupno		banke	ostali	ukupno
Albanija	29.17	22.3	48.53	70.83	45.10	2.86	52.04	54.90
BiH	1.03	25.21	73.76	98.97	22.88	8.16	68.96	77.12
Bugarska	10.6	12.68	76.72	89.4	30.00	1.02	68.98	70.00
Crna Gora	1.12	32.2	66.68	98.88	34.92	16.53	48.55	65.08
Hrvatska	14.01	18.14	67.85	85.99	31.56	5.37	63.07	68.44
Makedonija	11	6.89	82.11	89	31.72	5.41	62.87	68.28
Rumunija	12.95	18.34	68.71	87.05	31.99	5.27	62.74	68.01
Srbija	5.22	35.53	59.25	94.78	26.96	4.28	68.76	73.04
Prosek	10.64	21.41	67.95	89.36	31.89	6.11	62.00	68.11

Izvor: Kalkulacija autora na osnovu konsolidovane statistike internacionalnih banaka, BIS

Sa druge strane, smanjenje udela potraživanja prema bankarskom sektoru u ukupnim potraživanjima prema privatnom sektoru predstavlja nastavak trenda koji je postojao pre izbijanja globalne krize, a koji je nastao kao posledica regulatornih mera koje su bile usmerene na obuzdavanje kreditne ekspanzije što je dovelo do porasta prekograničnog kreditiranja koje se obavljalo izvan bankarskog sektora. Privatni nebankarski sektor u zemljama Jugoistočne Evrope pokazuje sve veću zavisnost od finansiranja od strane stranih banaka, a najveći deo stranih potraživanja prema ovom sektoru su denominirana u stranoj valuti sa ciljem da se smanji devizni rizik što je dovelo do visokog rasta privatnog duga koji je izražen u stranoj valuti. Visoka izloženost riziku promene deviznog kursa preko izloženosti realne ekonomije može da se negativno odrazi na likvidnost privrede kao i finansijskog sistema pogotovo u onim zemljama u kojima centralna banka nije devizni zajmodavac u krajnoj instanci.

Na osnovu svega prezentovanog u ovom delu rada, može se zaključiti da se priroda finansijske intermedijacije u regionu Jugoistočne Evrope značajno promenila u relativno kratkom vremenskom periodu. Postojeća depozitna baza nije bila dovoljna za finansiranje kreditne ekspanzije što je uticalo na sve veće oslanjanje na stranu akumulaciju, a to je rezultiralo naglim porastom ukupnih stranih potraživanja koja su visoka u odnosu na veličinu ekonomija zemalja u regionu. Porast udela lokalnih potraživanja (u domaćoj i stranoj valuti) u ukupnim stranim potraživanjima jasno ukazuje na porast značaja afilijacija stranih banaka u bankarskim sektorima zemalja u regionu. Pored visoke zavisnosti zemalja Jugoistočne Evrope, dodatnu opasnost za pojavu finansijske zaraze po osnovu kanala zajedničkog zajmodavca predstavlja činjenica ⁷⁹ finansijska sredstva potiču iz banaka koje su koncentrisane u malom broju zemalja (pre svega u Austriji, Grčkoj i Italiji, a u manjoj meri Francuskoj i Nemačkoj), a koncentracija stranih potraživanja na nivou zemalja je takva da većina zemalja u velikoj meri zavisi od dva ili u najboljem slučaju tri zajednička zajmodavca.

Bez obzira što je došlo do izvesnog poboljšanja ročne strukture stranih potraživanja, za skoro sve zemlje približno 1/4 ukupnih stranih potraživanja čine kratkoročna potraživanja koja strani investitori mogu relativno brzo likvidirati u slučaju pojave krize.

Sektorska struktura stranih potraživanja pokazuje rast potraživanja prema javnom sektoru što može izazvati nedoumicu kod stranih investitora u mogućnost države da uredno servisira dug i naterati ih da preispitaju svoje investicione namere. Takođe sve veća zavisnost privatnog nebankarskog sektora od finansiranja iz inostranih izvora povećava izloženost realne ekonomije potencijalnim krizama u zemljama koje su zajednički zajmodavci.

Bilo kakva odluka zajedničkih zajmodavaca o suzdržavanju od kreditiranja ili brzog likvidiranja kratkoročnih potraživanja imala bi negativne posledice po ekonomsku aktivnost u regionu (što se u ostalom pokazalo početkom globalne ekonomske krize kada je zabeležen visok pad BDP-a zemalja Jugoistočne Evrope) sa potencijalnim ozbiljnim implikacijama na kvalitet aktive bankarskog sektora (pre svega na dugoročna potraživanja), posebno u slučaju pojave regionalne finansijske zaraze. Bez obzira što smo se fokusirali na analizu pojave finansijske zaraze po osnovu kanala zajedničkog zajmodavca visoka finansijska otvorenost i zavisnost regiona Jugoistočne Evrope stvara uslove za pojavu finansijske zaraze po različitim kanalima.

6. 3. Merenje izloženosti kanalu zajedničkog zajmodavca zemalja Jugoistočne Evrope

U cilju ispitivanja kanala zajedničkog zajmodavca kao potencijalnog kanala za širenje zaraze u zemljama Jugoistočne Evrope koristiće se dve vrste indeksa: **indeks izloženosti zarazi** i **indeks zajedničkog kreditora**. Treba naglasiti da ovi indeksi ne predstavljaju ocenu finansijske i makroekonomske ranjivosti određene zemlje već mere stepen izloženosti određene zemlje šokovima koji mogu nastati na stranim tržištima i pomažu da se uoče verovatne tačke pritiska koje su povezane sa pojavom šoka u određenoj zemlji. Stvarna ranjivost određene zemlje zavisi od niza faktora kao što su: nivo kapitalizacije, stepen likvidnosti i solventnosti u bankarskom sektoru, razvijenost finansijskog sektora i ključnih institucija, stanje makroekonomskih fundamenata zemlje, itd. Takođe, ranjivost određene zemlje zavisice i od sposobnosti zajedničkog kreditora

da izvrši rebalans sredstava, što u velikoj mjeri zavisi od ročne strukture potraživanja, nivoa i strukture finansiranja afilijacija od strane matične banke, postojećih institucionalnih propisa koji regulišu finansijski odnos između matične banke i njenih afilijacija, itd. (Arvai i dr, 2009, str.28). Iz tih razloga, prezentovane indekse treba posmatrati kao prvi korak u potpunoj proceni izloženosti određene zemlje finansijskoj zarazi.

Izloženost zemlje kanalu zajedničkog zajmodavca zavisi od nivoa obaveza dužnika i od izloženosti zajmodavca. Na primer, situacija u kojoj veliki broj zemalja pozajmljuje sredstva od istog zajmodavca nije problematična ukoliko je izloženost zajmodavca prema svakoj od tih zemalja relativno mala. **Indeks izloženosti zarazi** se iz tog razloga računa kao proizvod stepena zavisnosti dužnika i stepena izloženosti zajedničkog zajmodavca. **Zavisnost dužnika** se može računati u relativnom i apsolutnom smislu. **Koeficijent relativne zavisnosti dužnika (rd)** predstavlja količnik ukupnih obaveza zemlje i prema zajedničkom zajmodavcu (L_{CL}^i) i ukupnih obaveza zemlje i prema svim ostalim zemljama ($\sum L_j^i$), što se može predstaviti formulom:

$$rd^i_{CL} = \frac{L_{CL}^i}{\sum L_j^i} \quad (23)$$

Koeficijent apsolutne zavisnosti dužnika (ad) predstavlja količnik ukupnih obaveza zemlje i prema zajedničkom zajmodavcu (L_{CL}^i) i bruto društvenog proizvoda zemlje i , što se može predstaviti formulom:

$$ad^i_{CL} = \frac{L_{CL}^i}{BDP_i} \quad (24)$$

Tabela 60: Relativna zavisnost zemalja Jugoistočne Evrope

Zemlja	Jun 2008				Jun 2016				
	Austrija	Italija	Francuska	Nemačka	Austrija	Grčka	Italija	Francuska	Nemačka
Albanija	40.71	17.68	12.56	0.64	34.02	27.61	20.64	10.75	0
BiH	34.66	32.83	0.10	30.05	40.96	0	46.23	0.28	0
Bugarska	12.74	18.07	7.88	6.21	11.74	28.86	0	14.13	1.08
Crna Gora	3.02	60.38	1.16	32.06	31.52	1.55	0	39.13	0
Hrvatska	27.03	37.47	9.38	20.59	35.65	0.01	45.03	8.00	0
Makedonija	5.12	1.49	-	7.39	8.53	47.54	9.40	15.38	0
Rumunija	35.79	9.97	13.59	2.92	32.63	15.72	15.07	17.44	1.41
Srbija	28.46	18.29	5.53	14.13	22.76	19.37	31.91	17.36	0

Izvor: Kalkulacija autora na osnovu podataka BIS-a

U tabelama 60 i 61 prezentnovani su koeficijenti relativne i apsolutne zavisnosti zemalja Jugoistočne Evrope koji su dobijeni na osnovu podataka o konsolidovanom potraživanju banaka koje izveštavaju Banku za međunarodna poravnanja (BIS) u odnosu na individualne zemlje na bazi neposrednog dužnika. Iz tabele 60 može se primetiti da je relativna zavisnost zemalja Jugoistočne Evrope najveća u odnosu na Austriju i da su 4 od 8 zemalja prema podacima iz 2016.godine povećale svoju relativnu zavisnost u odnosu na Austriju u poređenju sa 2008.godinom. Povećanje relativne zavisnosti u odnosu na Austriju su zabeležile Crna Gora (sa 3.02 na čak 31.52), Makedonija (sa 5.12 8.53), Hrvatska (sa 27.03 na 35.65) i Bosna i Hercegovina (sa 34.66 na 40.96).

Poređenjem podataka o relativnoj zavisnosti zemalja Jugoistočne Evrope u odnosu na Austriju sa raspoloživim podacima o relativnoj zavisnosti zemalja Latinske Amerike prema SAD-u u godini izbijanja krize meksičkog pezosa 1994.godine i zemalja Jugoistočne Azije prema Japanu u godini izbijanja azijske krize 1997.godine (izvor Sbracia, i dr.,2001,str.30), može se uočiti da je relativna zavisnost zemalja Jugoistočne

Evrope veća. Posle Austrije, zemlje Jugoistočne Evrope imaju najveću relativnu zavisnost u odnosu na Grčku (pre svega Albanija, Bugarska i Makedonija) i Italiju (pre svega Bosna i Hercegovina, Hrvatska i Srbija). Iz tabele se može uočiti pad relativne zavisnosti zemalja Jugoistočne Evrope u odnosu na Nemačku kod svih zemalja u poređenju sa 2008. godinom što pokazuje da su nemačke banke znatno smanjile svoju aktivnost u regionu nakon izbijanja globalne ekonomske krize.

Tabela 61: Apsolutna zavisnost zemalja Jugoistočne Evrope

	Jun 2008				Jun 2016				
Zemlja	Austrija	Italija	Francuska	Nemačka	Austrija	Grčka	Italija	Francuska	Nemačka
Albanija	22.49	9.77	6.94	0.35	16.87	13.69	10.24	5.33	0
BiH	24.15	22.87	0.07	20.94	22.77	0.00	25.70	0.16	0
Bugarska	11.09	15.74	6.86	5.41	7.78	19.12	0.00	9.36	0.72
Crna Gora	2.40	48.03	0.92	25.50	10.18	0.50	0.00	12.63	0
Hrvatska	35.95	49.84	12.48	27.39	40.87	0.09	51.61	9.18	0
Makedonija	1.21	0.35	-	1.75	3.20	17.83	3.53	5.77	0
Rumunija	22.74	6.34	8.63	1.85	14.91	7.18	6.88	7.97	0.64
Srbija	15.70	10.09	3.05	7.80	14.34	12.20	20.09	10.93	0

Izvor: Kalkulacija autora na osnovu podataka BIS-a

Iz tabele 61 može se uočiti da je kao i slučaju relativne zavisnosti i apsolutna zavisnost zemalja Jugoistočne Evrope najveća u odnosu na Austriju. Od svih zemalja u uzorku, apsolutna zavisnost Hrvatske u odnosu na 5 zajedničkih zajmodavaca je najveća a posebno je visoka u odnosu na Austriju i Italiju (čak 40.87 odnosno 51.62). Srbija ima najveću apsolutnu zavisnost u odnosu na Italiju, Austriju i Grčku, a koeficijenti nisu visoki u poređenju sa apolutnom zavisnošću ostalih zemalja u uzorku prema pojedinim zajmodavcima. Međutim imajući u vidu prezentovane koeficijente apsolutne zavisnosti zemalja Latinske Amerike i Jugoistočne Azije neposredno pre izbijanja krize, možemo

konstatovati da vrednost koeficijenta apsolutne zavisnosti iznad 10 pokazuje visoku apsolutnu zavisnost (na primer, pre izbijanja krize u Latinskoj Americi ni jedna od zemalja nije imala koeficijent apsolutne zavisnosti iznad 10, dok su u slučaj azijske krize samo 3 zemlje bile iznad tog nivoa – Malezija 10.8, Indonezija 11.3 i Tajland 25.8). Ovo nam sugerise da je apsolutna zavisnost zemalja Jugoistočne Evrope prema Austriji, Grčkoj i Italiji visoka s obzirom da je kod većine zemalja iz uzorka koeficijent apsolutne zavisnosti prema ovim zemljama iznad 10.

Izloženost zajedničkog zajmodavca se takođe može izraziti u relativnom i apsolutnom smislu. **Koeficijent relativne izloženosti zajmodavca (re)** predstavlja količnik između sredstava zajmodavca u zemlji i (A_{CL}^i) i ukupnih potraživanja zajmodavca prema određenoj grupi zemalja ($\sum A_{CL}^j$), što se može predstaviti formulom:

$$re^i_{CL} = \frac{A^i_{CL}}{\sum A^j_{CL}} \quad (25)$$

Koeficijent apsolutne izloženosti zajmodavca (ae) predstavlja količnik između sredstava zajmodavca u zemlji i (A_{CL}^i) i sopstvenih sredstava zajmodavca (kapitala i rezervi, K_{CL}) što se može predstaviti formulom:

$$ae^i_{CL} = \frac{A^i_{CL}}{K_{CL}} \quad (26)$$

U tabelama 62 i 63 prezentovani su koeficijenti relativne i apsolutne izloženosti zajmodavaca prema zemljama Jugoistočne Evrope koji su dobijeni na osnovu podataka o konsolidovanom potraživanju banaka koje izveštavaju Banku za međunarodna poravnanja (BIS) u odnosu na individualne zemlje na bazi neposrednog dužnika i u odnosu na grupu zemalja centralne i istočne Evrope.

Tabela 62: Relativna izloženost zajedničkog zajmodavca prema zemljama Jugoistočne Evrope

	Jun 2008				Jun 2016				
Zemlja	Austrija	Italija	Francuska	Nemačka	Austrija	Grčka	Italija	Francuska	Nemačka
Albanija	0.95	0.50	0.01	0.20	0.99	5.20	1.02	0.56	0.00
BiH	1.45	1.66	0.86	0.00	1.87	0.00	3.57	0.02	0.00
Bugarska	1.87	3.20	0.62	0.77	1.96	30.99	0.00	4.22	0.47
Crna Gora	0.04	0.85	0.26	0.01	0.21	0.07	0.00	0.46	0.00
Hrvatska	8.17	13.65	4.25	1.90	10.22	0.15	21.84	4.12	0.00
Makedonija	0.04	0.01	0.04	-	0.17	5.96	0.31	0.54	0.00
Rumunija	15.11	5.07	0.84	3.84	13.62	42.29	10.64	13.05	1.55
Srbija	2.44	1.89	0.83	0.32	2.69	14.75	6.37	3.68	0.00
UKUPNO	30.07	26.83	7.71	7.04	31.72	99.40	43.75	26.65	2.02

Izvor: Kalkulacija autora na osnovu podataka BIS-a

Iz tabele 62 može se uočiti da u 2016.godini, Grčka ima najveću relativnu izloženost od svih zajedničkih zajmodavaca u odnosu na zemlje Jugoistočne Evrope, a posebno je visok koeficijent relativne izloženosti u odnosu na Rumuniju i Hrvatsku. Austrija i Italija su povećale svoju relativnu izloženost u odnosu na 2008.godinu, dok je relativna izloženost Nemačke prema zemlja Jugoistočne Evrope drastično smanjena.

Tabela 63: Apsolutna izloženost zajedničkog zajmodavca prema zemljama Jugoistočne Evrope

	Jun 2008				Jun 2016				
Zemlja	Austrija	Italija	Francuska	Nemačka	Austrija	Grčka	Italija	Francuska	Nemačka
Albanija	2.83	0.32	0.15	0.01	0.99	3.76	0.42	0.13	0
BiH	4.32	1.08	0.00	0.60	1.87	0	1.48	0	0

Bugarska	5.56	2.08	0.61	0.43	1.96	22.44	0	1.04	0.21
Crna Gora	0.11	0.56	0.01	0.18	0.20	0.04	0	0.01	0
Hrvatska	24.30	8.89	1.50	2.97	10.26	0.11	9.06	1.01	0
Makedonija	0.12	0.01	-	0.03	0.16	4.31	0.12	0.13	0
Rumunija	44.94	3.30	3.03	0.59	13.66	30.62	4.41	3.23	0.11
Srbija	7.25	1.23	0.25	0.58	2.69	12.55	2.64	0.90	0.13
UKUPNO	89.42	17.47	5.55	5.38	31.79	73.83	18.13	6.45	0.45

Izvor: Kalkulacija autora na osnovu podataka BIS-a i ECB-a o kapitalu i rezervama monetarnih finansijskih institucija u zemljama koji su zajednički zajmodavci

Podaci o apsolutnoj izloženosti zajedničkog zajmodavca, prezentovani u tabeli 63, pokazuju nešto drugačiju sliku u odnosu na podatke o relativnoj izloženosti zajedničkog zajmodavca. Najveću asolutnu izloženost imaju Austrija i Grčka sa koeficijentima apsolutne izloženosti od 31.79 odnosno 73.83. Ono što je posebno zabrinjavajuće je da su i zemlje Jugoistočne Evrope visoko zavisne od Austrije kao zajedničkog zajmodavca i da ne raspolažu razvijenim finansijskim tržištima koje bi im omogućilo finansiranje iz drugih izvora čime su ispunjena sva 3 preduslova za pojavu finansijske zaraze po osnovu kanala zajedničkog zajmodavca. Austrija je prema koeficijentu apsolutne izloženosti najviše izložena prema Rumuniji (ovaj koeficijent se doduše smanjio u odnosu na 2008.godinu sa 44.94 na 13.66) i Hrvatsku (gde se koeficijent smanjio u odnosu na 2008.godinu sa 24.3 na 10.26) što znači da bi Austrija (a samim tim i ceo region Jugoistočne Evrope) bili najviše pogođeni u slučaju pojave krize u ove dve zemlje. Apsolutna izloženost Italije, a pogotovo Nemačke i Francuske prema zemljama Jugoistočne Evrope su na prihvatljivom nivou.

Uzimajući u obzir prezentovane koeficijenate relativne i asolutne zavisnosti dužnika i relativne i asolutne izloženosti zajedničkog zajmodavca, moguće je napraviti različite indekse izloženosti zarazi. U ovom delu radu će biti predstavljeni indeksi izloženosti zarazi koji se najčešće koriste u literaturi kao i indeks izloženosti regionalnoj zarazi koji

sam ja kreirao. Caramazza i dr. (2000) indeks izloženosti zarazi mere množenjem relativne zavisnosti dužnika sa relativnom izloženosti zajedničkog zajmodavca (**indeks CRS**). Za svaku od zemalja i , CRS indeks se može izračunati pomoću sledeće formule:

$$I_i^{CRS} = rd_i^{CL} re_i^{CL} \quad (27)$$

Iz tabele 64 može se uočiti da su CRS indeksi najveći u slučaju Rumunije (posebno u odnosu na Austriju), Hrvatske (posebno u odnosu na Italiju) i Bugarske (posebno u odnosu na Grčku). S obzirom da sve 3 zemlje imaju visoke CRS indekse u odnosu na različite zemlje i s obzirom na ekonomski značaj ovih zemalja za region kao celinu možemo zaključiti da postoji širok dijapazon mogućih izvora zaraze po osnovu kanala zajedničkog zajmodavca u regionu Jugoistočne Evrope. Srbija je po ukupnom zbiru svih CRS indeksa rangirana na 5. mestu (najveće vrednosti CRS indeksa su u odnosu na Grčku i Italiju). Takođe može se primetiti da je zbirna vrednost CRS indeksa za svaku od zemalja u uzorku u skladu sa njenom ekonomskom snagom i značajem za region što možemo istaći kao potencijalnu slabost ovog indeksa. Sa gledišta zajmodavaca, Grčka i Austrija imaju veoma visok ukupni zbir CRS indeksa dok su u slučaju Francuske i posebno Nemačke ovi indeksi zanemarljivi.

Tabela 64: Indeks CRS zemalja Jugoistočne Evrope, jun 2016. godine

Zemlja	Austrija	Grčka	Italija	Nemačka	Francuska	Ukupno	Rang
Albanija	33.68	143.57	21.05	6.02	0.00	204.32	2
B&H	76.60	0.00	165.04	0.01	0.00	241.64	3
Bugarska	23.01	894.37	0.00	59.63	0.51	977.52	6
Crna Gora	6.62	0.11	0.00	18.00	0.00	24.73	1
Hrvatska	364.34	0.00	983.46	32.96	0.00	1380.76	7

Makedonija	1.45	283.34	2.91	8.31	0.00	296.01	4
Rumunija	444.42	664.80	160.34	227.59	2.19	1499.34	8
Srbija	61.22	285.71	203.27	63.88	0.00	614.08	5
Ukupno	1011.34	2271.90	1536.07	416.40	2.69	5238.40	-

Izvor: Kalkulacija autora na osnovu tabela 59 i 61

Prema Sbracia-i i Zaghini-iju (2001, str.24-25) indeks CRS ima dve slabosti. Prva slabost proističe iz činjenice da se indeks zasniva isključivo na relativnim tokovima. Koeficijent relativne zavisnosti dužnika je visok ako je najveći deo dužnikovih obaveza vezano samo za jednu zemlju pri čemu se potpuno zanemaruje veličina ekonomije dužnika (ako su obaveze dužnika male u poređenju sa veličinom ekonomije dužnika i zavisnost dužnika bi trebalo da bude zanemarljiva). Za ispravljanje ove slabosti bi trebalo umesto relativne zavisnosti dužnika koristiti apsolutnu zavisnost dužnika. Isti argumenti važe i za izloženost zajmodavca s obzirom da se može desiti da se relativna izloženost zajmodavca ne promeni u relativnom smislu dok se apsolutna izloženost drastično povećala. Veća apsolutna izloženost zajmodavca znači i veću verovatnoću pojave finansijske zaraze s obzirom da sugerise veći očekivani gubitak zajmodavca u slučaju krize u zemlji i i veću mogućnost da zahtevi za adekvatnošću kapitala nateraju zajmodavca da smanji nivo kreditne aktivnosti u ostalim zemljama.

Druga slabost indeksa CRS je što delimično zanemaruje izloženost zajedničkog zajmodavca prema zemlji koja je pogođena krizom. Ako zajednički zajmodavac ima mala potraživanja prema zemlji i , indeks CRS će imati malu vrednost (zato što drugi faktor u jednačini 27 ima malu vrednost). Međutim, ako zajednički zajmodavac ima velika potraživanja prema zemlji h to ujedno predstavlja i veliku opasnost od pojave finansijske zaraze u zemlji i jer kada vrednost imovine padne u zemlji h verovatno je da će zajednički zajmodavac povući sredstva i iz zemlje i , a to je u slučaju indeksa CRS potpuno zanemareno. Indeks koji teži da ispravi gore navedene slabosti indeksa CRS ima sledeću formulu:

$$I_i^1 = ad_{iCL}^i ae^{CL}_k \quad (28)$$

gde je ae^{CL}_k - apsolutna izloženost zajedničkog zajmodavca prema zemlji koja je prva pogođena krizom.

Ovakva vrsta indeksa je mera izloženosti zarazi koja zahteva poznavanje "nulte zemlje" odnosno zemlje koja je prva pogođena krizom. Iz tog razloga je indeks moguće precizno izračunati samo "ex-post", odnosno kada se kriza već pojavila u određenoj zemlji. U cilju dobijanja "ex-ante" indikatora, za zemlju koja je prva pogođena krizom obično se bira ona zemlja prema kojoj zajednički zajmodavac ima najveću apsolutnu izloženost (to ujedno predstavlja i najgori scenario za širenje finansijske zaraze po osnovu kanala zajedničkog zajmodavca jer u slučaju da kriza zahvati najvećeg dužnika zajedničkog zajmodavca vrlo je verovatno da će zajednički zajmodavac biti primoran da prilagodi svoje kreditne linije prema drugim zemljama). Analitički to se može predstaviti na sledeći način:

$$ae^{CL}_k = \left\{ \max_{k \neq i} \frac{A_k^{CL}}{\sum A_j^{CL}} \right\} \quad (29)$$

Indeks I^1 predstavljen jednačinom 28 je sačinjen od dva faktora. Prvi faktor označava apsolutnu zavisnost određene zemlje prema zajedničkom zajmodavcu i varira među svim zemljama u uzorku, dok drugi varira u zavisnosti od zajmodavca (ali je za određenog zajedničkog zajmodavca isti za sve zemlje u uzorku). Na ovaj način se postiže veoma lako poređenje zemalja koje imaju istog zajedničkog zajmodavca sa zemljama koje su zavisne od nekog drugog zajedničkog zajmodavca, a kod zemalja sa istim zajedničkim zajmodavcem razlike nastaju kao posledica različite koncentracije sredstava zajedničkog zajmodavca u određenim zemljama.

Indeksi I^1 za zemlje Jugoistočne Evrope predstavljeni su u tabeli 65. Za svakog od zajedničkih zajmodavaca određene su po 3 „nulte zemlje“ (zemlje u kojima se prvo javlja kriza) po osnovu najgoreg scenarija, tj. kao „nulte zemlje“ izabrane su one prema kojima zajednički zajmodavac ima najveću apsolutnu izloženost. Iz tabele može se

uočiti da su vrednosti indeksa veoma visoke kod Austrije kao zajedničkog zajmodavca (posebno u slučaju pojave krize u Hrvatskoj odnosno Rumuniji), a zemlje koja bi najviše bile pogođene kada bi Austrija morala da prilagodi svoju kreditnu aktivnost su Hrvatska i Bosna i Hercegovina.

U slučaju Grčke kao zajedničkog zajmodavca, najviše vrednosti indeksa su kod Bugarske, Makedonije i Albanije (koje bi posebno bila pogođene kada bi „nulta zemlja“ bila Rumunija), a vrednosti ovih indeksa su veće nego što je to slučaj sa Austrijom. U odnosu na Italiju najviše vrednosti indeksa ima ponovo Hrvatska, što uz prethodno navedeno, pokazuje da je po vrednostima indeksa I¹ Hrvatska zemlja koja je najviše izložena pojavi finansijske zaraze po osnovu kanala zajedničkog zajmodavca. Indeksi I¹ zemalja Jugoistočne prema Francuskoj i Nemačkoj su veoma niski što sugeriše da bez obzira na „nultu zemlju“ u slučaju da Francuska i Nemačka moraju da prilagode svoju kreditnu aktivnost u regionu, posledice ne bi bile drastične.

Srbija beleži najveću vrednost indeksa prema Grčkoj (kada su „nulte zemlje“ Rumunija odnosno Bugarska) i Austriji (kada su „nulte zemlje“ Rumunija odnosno Hrvatska), a najveća vrednost indeksa u odnosu na Italiju je u slučaju pojave krize u Hrvatskoj, dok su vrednosti indeksa u odnosu na Francusku i Nemačku zanemarljivi bez obzira na „nultu zemlju“.

Tabela 65: Indeks I¹ zemalja Jugoistočne Evrope, jun 2016.godine

Zemlja	Austrija			Grčka			Italija		
	Hrvatska	Rumunija	Srbija	Rumunija	Bugarska	Srbija	Hrvatska	Rumunija	Srbija
Albanija	173.09	230.44	45.38	419.19	307.20	171.81	92.77	45.16	27.03
B&H	233.62	311.04	61.25	0.00	0.00	0.00	232.84	113.34	67.85
Bugarska	79.82	106.27	20.93	585.45	429.05	239.96	0.00	0.00	0.00
Crna Gora	104.45	139.06	27.38	15.31	11.22	6.28	0.00	0.00	0.00

Hrvatska	419.33	558.28	109.94	2.76	2.02	1.13	467.59	227.60	136.25
Makedonija	32.83	43.71	8.61	545.95	400.11	223.77	31.98	15.57	9.32
Rumunija	152.98	203.67	40.11	219.85	161.12	90.11	62.33	30.34	18.16
Srbija	147.13	195.88	38.57	373.56	273.77	153.11	182.02	88.60	53.04
Francuska				Nemačka					
	Rumunija	Hrvatska	Bugarska	Srbija	Rumunija	Bugarska			
Albanija	17.22	5.38	5.54	0.00	0.00	0.00			
B&H	0.52	0.16	0.17	0.00	0.00	0.00			
Bugarska	30.23	9.45	9.73	0.09	0.08	0.15			
Crna Gora	40.79	12.76	13.14	0.00	0.00	0.00			
Hrvatska	29.65	9.27	9.55	0.00	0.00	0.00			
Makedonija	18.64	5.83	6.00	0.00	0.00	0.00			
Rumunija	25.74	8.05	8.29	0.08	0.07	0.13			
Srbija	35.30	11.04	11.37	0.00	0.00	0.00			

1

Izvor: Kalkulacija autora na osnovu podataka iz tabela 60 i 62

S obzirom da nivo smanjenja kreditnih linija od strane zajedničkog zajmodavca zavisi takođe od veličine mogućeg rebalansa, treći faktor je moguće uvesti u postojeći indeks. Faktor reb_i^{CL} pokazuje izvesnu meru rebalansa, tj. količinu sredstava koja će biti povučena iz zemlje i usled pojave krize u "nultoj zemlji" prema kojoj zajednički zajmodavac ima određeni nivo izloženosti. Ovaj faktor se definiše kao odnos između potraživanja koje zajednički zajmodavac ima prema zemlji i (A_i^{CL}) i razlike između ukupnih potraživanja zajedničkog zajmodavca prema svim zemljama u razvoju i potraživanja prema "nultoj zemlji". Ovaj odnos predstavlja rastuću funkciju količine

sredstava koju zajednički zajmodavac obezbeđuje zemlji i i "nultoj zemlji" k i može se predstaviti formulom:

$$reb_i^{CL} = \frac{A_i^{CL}}{\sum A_j^{CL} - \max A_k^{CL}} \quad (30)$$

pri čemu je i različito od k .

Inkorporiranjem ovog faktora u jednačinu (24) dobijamo indeks I^2 koji se može predstaviti sledećom formulom:

$$I^2 = ad_{iCL} ae_{CLk} reb_i^{CL} \quad (31)$$

Indeksi I^2 za zemlje Jugoistočne Evrope prikazani su u tabeli 66. Dobijeni rezultati se u izvesnoj meri razlikuju od onih dobijenih na osnovu indeksa I^1 s obzirom da je najveća vrednost indeksa zabeležena u slučaju Bugarske (kada je Grčka zajednički zajmodavac, a Rumunija „nulta zemlja“). Visoke vrednosti indeksa postoje i u slučaju Hrvatske (kada je zajednički zajmodavac Austrija, a „nulta zemlja“ Rumunija) i Rumunije (kada je zajednički zajmodavac Austrija a „nulta zemlja“ Rumunija, odnosno kada je Grčka zajednički zajmodavac, a Rumunija "nulta zemlja").

U slučaju Srbije najveća vrednost indeksa I^2 postoji kada je zajednički zajmodavac Grčka, a „nulta zemlja“ Rumunija (što je razlika u odnosu na indeks I^1). Visoke vrednosti indeksa I^1 u slučaju Bosne i Hercegovine kada je Austrija zajednički zajmodavac su mereno indeksom I^2 daleko manje i sugerišu da je, uzimajući u obzir veličinu mogućeg rebalans zajedničkog zajmodavca, mogućnost širenja krize po osnovu kanala zajedničkog zajmodavca daleko manja. Kao i slučaju indeksa I^1 , vrednosti indeksa I^2 kada su Nemačka i Francuska kao zajednički zajmodavci u pitanju su zanemarljivi, dok u slučaju Italije vredne pažnje su samo vrednosti indeksa u slučaju Hrvatske (i u ovom slučaju vrednosti indeksa I^2 nisu tako izražene kao što je bio slučaj sa vrednostima indeksa I^1).

Tabela 66: Indeks I² zemalja Jugoistočne Evrope, jun 2011.godine

Zemlja	Austrija			Grčka			Italija		
	Hrvatska	Rumunija	Srbija	Rumunija	Bugarska	Srbija	Hrvatska	Rumunija	Srbija
Albanija	1.91	2.65	0.46	37.74	23.13	10.47	1.21	0.51	0.29
B&H	4.85	6.73	1.18	0.00	0.00	0.00	10.64	4.53	0.77
Bugarska	1.73	2.41	0.42	314.38	192.67	87.23	0.00	0.00	0.00
Crna Gora	0.24	0.34	0.06	0.02	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00
Hrvatska	47.55	66.07	11.55	0.01	0.00	0.00	130.68	55.63	31.79
Makedonija	0.06	0.08	0.01	56.36	34.54	15.64	0.13	0.05	0.03
Rumunija	23.11	32.10	5.61	161.10	98.73	44.70	8.48	3.61	2.06
Srbija	4.39	6.09	1.06	95.45	58.50	26.48	14.84	6.32	3.61
	Francuska			Nemačka					
	Rumunija	Hrvatska	Bugarska	Srbija	Rumunija	Bugarska			
Albanija	0.11	0.03	0.03	0.00	0.00	0.00			
B&H	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00			
Bugarska	1.47	0.42	0.43	0.00	0.00	0.00			
Crna Gora	0.22	0.06	0.06	0.00	0.00	0.00			
Hrvatska	1.40	0.40	0.41	0.00	0.00	0.00			
Makedonija	0.11	0.03	0.03	0.00	0.00	0.00			
Rumunija	3.86	1.10	1.13	0.00	0.00	0.00			
Srbija	1.49	0.42	0.44	0.00	0.00	0.00			

Izvor: Kalkulacija autora na osnovu podataka iz tabele 65 i BIS-a

U pokušaju da se umanje određene slabosti prethodno navedenih indeksa, kreirao sam **indeks izloženosti regionalnoj zarazi** (I_{rc}) koji se sastoji iz četiri faktora i može se predstaviti formulom:

$$I_{rc} = ad_{iCL}^{i} ae_{CL}^{r} (1 - d_i) SL_{CL}^{i} \quad (32)$$

gde je ad_{iCL}^{i} – apsolutna izloženost zemlje i prema zajedničkom zajmodavcu, ae_{CL}^{r} – apsolutna izloženost zajedničkog zajmodavca prema određenoj grupi zemalja (regionu), d_i – indeks diverzifikacije bankarskog sektora zemlje i u odnosu na strukturu bankarskog sektora celog regiona (na osnovu podataka o aktivni pojedinačnih banaka), SL_{CL}^{i} – udeo kratkoročnih potraživanja (sa rokom dospeća do godinu dana) prema zemlji i u ukupnim stranim potraživanjima prema zemlji i .

Apsolutna izloženost zajedničkog zajmodavca prema određenoj grupi zemalja (regionu) predstavlja odnos između ukupnih potraživanja koje zajednički zajmodavac ima prema određenom regionu (A_{CL}^r) i sopstvenih sredstava zajedničkog zajmodavca K_{CL} (koje čine kapital i rezerve) što se može predstaviti formulom:

$$ae_{CL}^{r} = \frac{A_{CL}^r}{K_{CL}} \quad (33)$$

Ova mera izloženosti zarazi zajedničkog zajmodavca uvršćena je u indeks umesto apsolutne izloženosti zajedničkog zajmodavca prema određenoj zemlji da bi reflektovala izloženost zajedničkog zajmodavca prema grupi zemalja koje su kao deo određenog regiona veoma slične po mnogim karakteristikama (što može uticati na ponašanje i percepciju investitora i pojavu ekonomske zaraze po osnovu različitih kanala što posebno važi za zemlje Jugoistočne Evrope koje su primenjivale isti recept prilikom prelaska iz centralno-planske u tržišnu privredu i imaju veliki broj sličnosti) i povezane su snažnim trgovinskim, finansijskim i političkim vezama koje su jače nego što je to slučaj sa zemljama koje su geografski dislocirane. Empirijska iskustva prezentovana u literaturi pokazuju da je verovatnoća pojava krize u određenoj zemlji mnogo veća ukoliko ta zemlja pripada istom geografskom ili trgovinskom klasteru kao i zemlja koja je prva pogođena krizom. Navedena mera apsolutne izloženosti zajedničkog zajmodavca

predstavlja meru izloženosti zajmodavca prema zemljama sa sličnim ekonomskim fundamentima koje pripadaju istom regionu što može izložiti zajedničkog zajmodavca mogućim značajnim gubicima u slučaju pojave krize u regionu i naterati ga da preispita svoju kreditnu aktivnost u ostalim zemljama regiona koje još uvek nisu pogođene krizom. Vrednost ovog indeksa za određenog zajmodavca identična je za sve zemlje koje pripadaju istom regionu.

Indeks diverzifikacije bankarskog sektora određene zemlje ukazuje na veličinu razlike strukture bankarskog sektora određene zemlje od strukture bankarskog sektora na nivou određenog regiona. Što je manji stepen diverzifikacije bankarskog sektora određene zemlje u odnosu na region to je veća opasnost od širenja potencijalnih finansijskih problema iz neke od zemalja regiona ka datoj zemlji. Indeks diverzifikacije ima vrednost između 0 i 1, pri čemu vrednosti bliže 1 sugerišu na postojanje ¹ veće razlike u odnosu na strukturu bankarskog sektora na nivou regiona. Indeks diverzifikacije predstavlja modifikovan Finger-Kreinin indeks koji meri sličnost trgovine, a izračunava se merenjem apsolutnog odstupanja tržišnog učešća određenih bankarskih grupacija u bankarskom sektoru određene zemlje u odnosu na njihovo učešće u ukupnoj bankarskoj aktivi na nivou celog regiona što se može predstaviti formulom:

$$S_j = \frac{\sum_i |h_{ij} - h_i|}{2} \quad (34)$$

gde je h_{ij} – tržišno učešće bankarske grupacije i u bankarskom sektoru zemlje j , h_i – udeo bankarske grupacije i u ukupnoj bankarskoj aktivi na nivou regiona.

⁷ Indeksi diverzifikacije bankarskih sektora zemalja Jugoistočne Evrope predstavljeni su u tabeli 67. Iz tabele se uočava da su vrednosti indeksa koncentracije većine zemalja relativno niske što sugeriše na sličnost strukture bankarskih sistema ovih zemalja sa strukturom bankarskog sektora na nivou regiona. Makedonija ima najveći stepen diverzifikacije bankarskog sektora, a posle nje slede Albanija i Crna Gora. Zemlja sa

najmanjim stpenom diverzifikacije bankarskog sektora je Hrvatska što uz visok nivo stranih potraživanja u odnosu na veličinu ekonomije predstavlja opasnost za pojavu finansijske zaraze po osnovu kanala zajedničkog zajmodavca.

Tabela 67: Indeks diverzifikacije bankarskih sektora zemalja Jugoistočne Evrope, 2016

Yemlja	Indeks diverzifikacije
Albanija	0.361
BiH	0.246
Bugarska	0.263
Crna Gora	0.306
Hrvatska	0.196
Makedonija	0.400
Rumunija	0.258
Srbija	0.268

Izvor: Kalkulacija autora

Treći faktor u indeksu izloženosti regionalnoj zarazi je indeks diverzifikacije bankarskog sektora određene zemlje u odnosu na strukturu bankarskog sektora celog regiona. Veća diverzifikacija bankarskog sektora određene zemlje u odnosu na prosečnu strukturu bankarskog sektora celog regiona znači manje mogućnosti za pojavu bankarske krize u određenoj zemlji (s obzirom da banke koje imaju značajan regionalni uticaj u tom slučaju nemaju podjednak uticaj na bankarski sektor zemlje) i manje šanse za pojavu zaraze po osnovu kanala zajedničkog zajmodavca. Četvrti faktor pokušava da ublaži slabosti prethodno prezentovanih indeksa uzimanjem u obzir ročne strukture potraživanja s obzirom da će zajednički zajmodavac biti u mogućnosti da relativno uspešno likvidira samo kratkoročna potraživanja. Zemlje prema kojima zajednički zajmodavci imaju veći udeo kratkoročnih potraživanja će iz tog razloga biti ranjivije na

pojavu krize u regionu s obzirom da će u toj situaciji, radi očuvanja svoje likvidnosti usled neočekivanih gubitaka u zemlji pogođenoj krizom, zajednički zajmodavac težiti da likvidira kratkoročna potraživanja u zemljama koje imaju slične karakteristike sa zemljom pogođenom krizom. Ovaj faktor predstavlja količnik između kratkoročnih potraživanja prema zemlji i i ukupnih stranih potraživanja prema zemlji i što se može predstaviti sledećom formulom:

$$SL^i_{CL} = \frac{As^i_j}{\sum A^i_j} \quad (35)$$

gde su As^i_j – kratkoročna strana potraživanja prema zemlji i , A^i_j – ukupna strana potraživanja prema zemlji i .

U tabeli 68 prikazani su indeksi izloženosti regionalnoj zarazi zemalja Jugoistočne Evrope. Iz tabele možemo uočiti da je najveća vrednost indeksa u slučaju Bugarske kada je Grčka zajednički zajmodavac. Gledano ukupno u odnosu na sve zajedničke zajmodavce, Hrvatska je zemlja koja je najviše izložena regionalnoj zarazi. Iza Hrvatske, po stepenu izloženosti regionalnoj zarazi su Rumunija, Bugarska i Srbija (što pokazuje da na izvestan način rezultati dobijeni korišćenjem ovog indeksa predstavljaju kombinaciju rezultata dobijenih indeksima I^1 i I^2).

Za razliku od indeksa I^1 i I^2 , kod kojih Makedonija ima najnižu vrednost indeksa, Crna Gora ima najnižu vrednost indeksa izloženosti regionalnoj zavisnosti po svim zajedničkim zajmodavcima, što čini da ona bude i najbolje rangirana u celom uzorku. Rezultati dobijeni u odnosu na zajedničke zajmodavce se ne razlikuju mnogo od rezultata dobijenih korišćenjem drugih indeksa s obzirom da je ubedljivo najveća šansa za pojavu regionalne zaraze u slučaju da krizom u regionu budu pogođene grčke i austrijske banke.

Tabela 68: Indeksi izloženosti regionalnoj zarazi zemalja Jugoistočne Evrope

Zemlja	Austrija	Grčka	Italija	Francuska	Nemačka	Ukupno	Rang
Albanija	156.58	482.58	40.32	6.50	0.00	685.98	6
B&H	309.53	0.00	276.50	0.00	0.00	586.02	7
Bugarska	88.23	2,482.50	0.00	56.32	0.87	2627.93	3
Crna Gora	11.71	0.12	0.00	0.73	0.00	12.55	8
Hrvatska	2,156.61	0.05	2,404.82	47.69	0.00	4,609.16	1
Makedonija	8.69	1,304.56	7.19	12.73	0.00	1,333.18	5
Rumunija	1,352.56	1,460.02	201.49	170.96	0.47	3,185.49	2
Srbija	265.89	1,055.38	365.59	67.81	0.00	1,754.67	4
Ukupno	4,349.8	6,785.21	3,295.91	362.74	1.34	14,794.98	

Izvor: Kalkulacija autora na osnovu podataka BIS-a i tabele 59

Indeks zajedničkog kreditora predstavlja ¹meru sličnosti u strukturi kreditora bilo koje dve zemlje. Indeks uzima vrednost između 0 i 1 (što je vrednost bliža 1 to je veća sličnost u strukturi kreditora dok 0 sugeriše da nema zajedničkih kreditora). Indeks I_k se može predstaviti sledećom formulom (Geršl, 2007, str.37):

$$I = \sum_c \frac{(v_{xc} + v_{yc})}{(v_x + v_y)} \left[1 - \frac{\left| \left(\frac{v_{xc}}{v_x} \right) - \left(\frac{v_{yc}}{v_y} \right) \right|}{\left(\frac{v_{xc}}{v_x} \right) + \left(\frac{v_{yc}}{v_y} \right)} \right] \quad (36)$$

gde su v_{xc} - ukupna potraživanja zajedničkog kreditora prema zemlji x; v_{yc} - ukupna potraživanja zajedničkog kreditora prema zemlji y; v_x - ukupna strana potraživanja prema zemlji x i v_y - ukupna strana potraživanja prema zemlji y.

Kao što se može videti iz jednačine 36 indeks I_k predstavlja proizvod dva izraza. Prvi izraz meri odnos između ukupnih potraživanja zajedničkog kreditora prema zemljama x i y i ukupnih stranih potraživanja prema ovim zemljama. Drugi izraz reflektuje „težinu“ prvog izraza, veća „težina“ reflektuje veću sličnost u udelima ukupnih stranih potraživanja koju drži zajednički kreditor za dve zemlje. Što je veća sličnost u strukturi kreditora između dve zemlje to je veća opasnost od širenja zaraze po osnovu kanala zajedničkog zajmodavca. Indeksi zajedničkog kreditora za zemlje Jugoistočne Evrope dobijeni su sabiranjem podindeksa po zajedničkim kreditorima (Austrija, Grčka, Italija, Francuska i Nemačka), a rezultati su prikazani u tabeli 69.

Kao što možemo videti iz tabele 69 indeksi zajedničkog kreditora u slučaju zemalja Jugoistočne Evrope su prilično visoki, a to se posebno odnosi na Hrvatsku, Srbiju i Albaniju. Najveća sličnost u strukturi kreditora postoji između Srbije i Albanije (vrednost indeksa od čak 0.828), a Srbija takođe ima veoma sličnu strukturu kreditora sa Bugarskom, Hrvatskom i Rumunijom što sugerise na visoku opasnost od pojave finansijske zaraze po osnovu kanala zajedničkog zajmodavca i ostalih kanala širenja ekonomske zaraze s obzirom da su ove zemlje ekonomski najjače u regionu. Najmanje vrednosti zajedničkog kreditora imaju Crna Gora i Makedonija pri čemu je u posebnom povoljnom položaju Crna Gora s obzirom da su vrednosti indeksa u odnosu Bugarsku, Rumuniju i Srbiju izuzetno niske u poređenju sa ostalim indeksima prezentovanim u ovoj tabeli.

Tabela 69: Indeksi zajedničkog kreditora za zemlje Jugoistočne Evrope, 2016.godine

Albanija	1.0							
B&H	0.588	1.0						
Bugarska	0.714	0.294	1.0					
Crna Gora	0.360	0.631	0.125	1.0				
Hrvatska	0.703	0.763	0.513	0.407	1.0			
Makedonija	0.508	0.293	0.548	0.218	0.349	1.0		
Rumunija	0.733	0.371	0.557	0.317	0.566	0.378	1.0	
Srbija	0.828	0.555	0.721	0.253	0.737	0.454	0.712	1.0
Zemlja	Albanija	B&H	Bugarska	Crna Gora	Hrvatska	Makedonija	Rumunija	Srbija

Izvor: Kalkulacija autora na osnovu podataka BIS-a

U tabeli 70 prikazane su prosečne vrednosti indeksa zajedničkog kreditora za svaku od zemalja Jugoistočne Evrope koje potvrđuju prethodno iznete zaključke s obzirom da su Albanija i Srbija najslabije rangirane prema ovom pokazatelju dok su Crna Gora i Makedonija najbolje rangirane. Kao jedan od nedostataka indeksa zajedničkog kreditora, kao metode za procenu opasnosti od pojave zaraze po osnovu kanala zajedničkog zajmodavca, može se istaći činjenica da je zanemarena ročna struktura potraživanja koje zajednički kreditor ima prema određenim zemljama (što se može zameriti i ostalim indeksima izloženosti zarazi) kao i stepen zavisnosti dužnika odnosno izloženosti zajmodavca.

Tabela 70: Prosečna vrednost indeksa zajedničkog kreditora za zemlje Jugoistočne Evrope, 2016.godine

Zemlja	Prosečna vrednost indeksa zajedničkog kreditora	Rang
Albanija	0.633	8
B&H	0.499	4
Bugarska	0.496	3
Crna Gora	0.330	1
Hrvatska	0.576	6
Makedonija	0.392	2
Rumunija	0.519	5
Srbija	0.608	7

Izvor: Kalkulacija autora na osnovu podataka iz Tabele 68

Bez obzira na heterogenost rezultata dobijenih upotrebom različitih indeksa za merenje izloženosti riziku finansijske zaraze po osnovu kanala zajedničkog zajmodavca mogu se izneti određeni zaključci i identifikovati zemlje koje bi bile najviše pogođene širenjem finansijske zaraze. Od svih zemalja, po gotovo svim pokazateljima Hrvatska je najviše izloženu riziku pojave finansijske zaraze po osnovu kanala zajedničkog zajmodavca (ima najveće vrednosti koeficijenata apsolutne zavisnosti u odnosu na Austriju i Italiju) u celom uzorku; po zbirnim vrednostima CRS indeksa za sve zajmodavce je plasirana na drugom mestu iza Rumunije sa najvećom vrednošću pojedinačnog CRS indeksa 983.46 (u odnosu na Italiju) u celom uzorku; posle Rumunije najveće vrednosti indeksa I^1 i I^2 u celom uzorku; po zbiru svih indeksa izloženosti regionalnoj zarazi je plasirana na prvom mestu od čega je vrednost indeksa u odnosu na Austriju i Italiju najveća u celom uzorku. Takođe treba uzeti u obzir da Hrvatska ima najmanju vrednost indeksa

diverzifikacije bankarskog sektora u odnosu na sve zemlje Jugoistočne Evrope, a jedina olakšavajuća okolnost može biti činjenica da ima nešto nižu udeo kratkoročnih obaveza u ukupnim obavezama prema stranim bankama u odnosu na ostale zemlje u uzorku.

Posle Hrvatske, najveću izloženost pojavi finansijske zarezze pokazuju Rumunija i Bosna i Hercegovina (pogotovo u slučaju kad je Austrija kao zajednički zajmodavac u pitanju) i Bugarska (kada je Grčka kao zajednički zajmodavac u pitanju). Srbija je po indeksu CRS i indeksu izloženosti regionalnoj zarazi rangirana na 5. Odnosno 4.mestu, a po vrednostima indeksa I^1 i I^2 (u slučaju kada su „nulte zemlje“ Rumunija i Hrvatska) u odnosu na Austriju i Grčku može se zaključiti da samo u odnosu na ove zajedničke zajmodavce postoji opasnost od pojave finansijske zaraze po osnovu kanala zajedničkog zajmodavca. Bez obzira što je relativna i apsolutna izloženost Srbije najveća u odnosu na Italiju, koeficijenti I^1 i I^2 kao i indeks izloženosti regionalnoj zarazi u kombinaciji sa CRS indeksom sugerišu da Srbiji ne pretila velika opasnost od širenja finansijske zaraze kada je Italija kao zajednički zajmodavac u pitanju. Izloženost Srbije u odnosu na Francusku i Nemačku kao zajedničke zajmodavce je po svim indeksima zanemarljiva. Opasnost po Srbiju predstavlja činjenica da ima sličnu strukturu kreditora sa ekonomski najjačim zemljama u regionu.

Poređenjem različitih indeksa (CRS indeksa, I^1 i I^2 indeksa) zemalja Jugoistočne Evrope u 2016.godini sa vrednostima indeksa u zemljama Latinske Amerike i Istočne Azije neposredno pred izbijanje krize, možemo zaključiti da su vrednosti indeksa u slučaju zemala Jugoistočne Evrope na zabrinjavajuće visokom nivou i da postoji realna opasnost od brzog širenja finansijske zaraze u slučaju pojave krize u nekoj od ekonomski najjačih zemalja u regionu.

Sa stanovišta zajedničkog zajmodavca, Austrija i Grčka kao zajednički zajmodavci čije su banke najaktivnije u regionu Jugoistočne Evrope imaju i najveći značaj za potencijalno širenje finansijske zaraze. Grčka predstavlja zemlju prema kojoj region Jugoistočne Evrope ima najveću relativnu i apsolutnu zavisnost, najveće vrednosti indeksa I^1 u odnosu na ostale zajmodavce kao i ubedljivo najveći zbir svih indeksa izloženosti regionalnoj zarazi. Austrija sa druge strane ima drugu najveću relativnu

izloženost prema regionu Jugoistočne Evrope, treću najveću zbirnu vrednost CRS indeksa dok je po zbirnom indeksu izloženosti regionalnoj zarazi na drugom mestu. Kod Italije kao zajedničkog zajmodavca bez obzira na najvišu relativnu izloženost nisu ispunjeni svi preduslovi za širenje finansijske zaraze s obzirom da je apsolutna izloženost Italije u odnosu na zemlje Jugoistočne Evrope relativno niska. U slučaju Francuske i Nemačke kao zajedničkog zajmodavca (koja je po izbijanju globalne ekonomske krize znatno smanjila svoju izloženost regionu) ne postoje realne opasnosti za pojavu finansijske zaraze.

Visok nivo finansijske povezanosti i opasnost od pojave finansijske zaraze po osnovu kanala zajedničkog zajmodavca zahtevaju drugačiji pristup regulisanju i kontroli bankarskog poslovanja koje treba da ima više regionalni karakter. Kao što je istaknuto od strane Arvai i dr. (2009, str.28) prva stvar koju treba uraditi pored jačanja bankarske supervizije i prudenčijalne regulacije je uspostavljanje jače saradnje između regulatornih institucija iz zemalja dužnika i zemalja kreditora. Ta saradnja trebala bi da se ogleda u sprovođenju koordiniranih kontrola međunarodno aktivnih banaka i preduzimanje zajedničkih procena rizika. Druga stvar odnosi se na izradu boljih planova za slučaj nepredviđenih situacija koji bi mogli da se nose sa sistemskim poremećajima povezanim sa prelivanjem eksternih šokova na regionalne zemlje uključujući i one koje su izazvane od strane individualnih finansijskih institucija koje imaju visoku izloženost prema regionu. Treće, rapidni rast i prekogranična povezanost finansijskih sistema zemalja Centralne i Istočne Evrope zahtevaju da stres testovi koj se vrše da bi se utvrdila stabilnost finansijskog sistema u većoj meri uzimaju u obzir mogućnost pojave regionalnih efekata prelivanja. Ovo je moguće izvršiti preko bilansa stanja kako finansijskih institucija tako i realne ekonomije s obzirom na sve veću izloženost stanih banaka prema privatnom nebankarskom sektoru u zemljama dužnicima.

ZAKLJUČAK

Na osnovu prezentovanih teorijskih modela, kao i teorijske i empirijske analize izvršene u radu, može se zaključiti da strane direktne investicije imaju direktan negativan uticaj na spoljnotrgovinski bilans Srbije. To je u skladu sa **teorijskim postavkama OLI modela**, s obzirom na sektorsku distribuciju stranih direktnih investicija u Srbiji. Investicije radi obezbeđenja resursa koje obuhvataju investicije u primarni sektor i koje pozitivno utiču na spoljnotrgovinski bilans su u Srbiji na veoma niskom nivou. Investicije u rudarstvo predstavljaju 3% kumulativnog nivoa SDI u Srbiji, dok su investicije u poljoprivredu, ribarstvo i šumarstvo na nivou od 0,7% kumulativnog nivoa. Investicije radi obezbeđenja tržišta koje obuhvataju investicije u finansije, trgovinu, poslove sa nekretninama, saobraćaj, građevinarstvo čine ogroman deo ukupnog priliva SDI u Srbiji, a upravo te investicije su isključivo tržišno orijentisane, spadaju u sektor nerazmenljivih dobara i vrše snažan negativan uticaj na spoljnotrgovinski bilans. Investicije radi ostvarenja efikasnosti koje imaju pozitivan uticaj na spoljnotrgovinski bilans su u Srbiji na nedovoljno visokom nivou.

Empirijski podaci na relevantnom uzorku koji su činili 35 najvećih uvoznika i izvoznika među preduzećima sa stranim vlasništvom (izabrani uzorak čini nekih 75-80 % ukupnog uvoza odnosno izvoza stranih preduzeća u Srbiji) potvrdili su zaključke dobijene teorijskom analizom. Preduzeća koja pripadaju industrijskom sektoru ostvaruju daleko manji deficit trgovinskog bilansa u odnosu na preduzeća iz tercijarnog sektora (trgovinski bilans industrijskih preduzeća bi bio još povoljniji da neka preduzeća u uzorku nisu tržišno orijentisana). Tržišno orijentisane investicije koje pripadaju tercijarnom sektoru učestvuju u deficitu trgovinskog bilansa Srbije sa čak 42.71% i jasno je da vrše snažan negativan uticaj na spoljnotrgovinski bilans. Vrednost uvoza preduzeća iz sekundarnog sektora takođe je visoka, a to je zbog uvoza sirovina i repromaterijala za proizvodnju koje nisu dostupne u Srbiji. Ova činjenica nam sugerise da je nivo saradnje ovih preduzeća sa domaćim dobavljačima inputa prilično skroman pa su i eventualni efekti prelivanja tehnologije i znanja takođe na niskom nivou.

Privatizovana preduzeća, u posmatranom uzorku su ostvarila značajno poboljšanje konkurentnosti i kvaliteta proizvoda što je uzrokovalo povećanje uvoza i posebno izvoza, ali na osnovu toga ne možemo zaključiti da bi se isti rezultati dobili posmatranjem uzorka na nivou cele privrede s obzirom da je 1/3 od ukupnog broja privatizacija u Srbiji bio neuspešna. Izvozno orijentisane greenfield investicije su prema očekivanjima imale pozitivan uticaj na spoljnotrgovinski bilans.

U isto vreme ne može se ni odbaciti ni prihvatiti posebna hipoteza da strane direktne investicije nisu imale pozitivan uticaj na konkurentnost privrede Srbije.

Teorijska analiza na nivou cele privrede pokazala je da transfer tehnologije po osnovu stranih direktnih investicija i efekti prelivanja tehnologije nisu uticali na tehnološko osavremenjivanje spske privrede, a do ovih zaključaka smo došli analizom tehnološke strukture stranih direktnih investicija u Srbiji (analiza je izvršena korišćenjem podataka o sektorskoj distribuciji stranih direktnih investiciji po granama delatnosti i korišćenjem OECD-ove klasifikacije privrednih sektora zasnovane na tehnologiji) kao i na osnovu teorijske analize efekata prelivanja. Zaključak dobijen na osnovu analize je da preduzeća u stranom vlasništvu u Srbiji u najvećoj meri svoju konkurentnu prednost grade na vlasničkim prednostima transakcionog tipa, a ne korišćenjem savremene moderne tehnologije. Strane direktne investicije nisu doprinele ni promeni strukture izvoza odnosno uvoza ka¹ ni njegovoj specijalizaciji (što smo zaključili na osnovu analize strukture uvoza i izvoza po glavnim sektorima SMTK, analizom tehnološke strukture i faktorske intenzivnosti srpskog izvoza odnosno analizom indeksa koncentracije i diverzifikacije). Strane direktne investicije u isto vreme imale su uticaj na realnu apresijaciju deviznog kursa (posebno u 2006.godini⁴⁰) što je negativno uticalo na konkurentnost domaćih preduzeća na stranom tržištu, a sa druge strane s obzirom na činjenicu da strana preduzeća u proizvodnji koriste uglavnom inpute koji nisu dostupni u Srbiji (što je potvrđeno i empirijskim podacima o uvozu) nije ostvarena znatna saradnja sa lokalnim dobavljačima inputa i njihovo uključivanje u globalnu distributivnu mrežu.

Korišćenjem mešovitog modela, metode najmanjih kvadrata (OLS) sa fiksnim efektima, dokazano je da su strane direktne investicije pozitivno uticale na srpsku prerađivačku

industriju, na rast srpskog izvoza. Kada su uključene sve varijable u model, povećanje kumulativnog nivoa SDI od 1% dovodi do povećanja izvoza od 0,035% uz nivo značajnosti od 5%. Kada bruto investicije nisu uključene u model, uticaj SDI je još snažniji, povećanje kumulativnog nivoa SDI od 1% dovodi do povećanja izvoza od 0,149% uz nivo značajnosti od 1%. Rezultati prethodno izvršene korelacione analize ukazuju na postojanje jake pozitivne korelacije između stranih direktnih investicija i izvoza (Pearsonov koeficijent korelacije iznosi 0,619).

Takođe, pozitivan uticaj SDI na izvoz se manifestuje preko produktivnosti kada SDI i bruto investicije nisu uključene u model. Povećanje produktivnosti od 1% dovodi do povećanja izvoza od 1,294% uz nivo značajnosti od 1%. Izgleda da je produktivnost kanal preko koga su SDI uticale na bolje izvozne performanse srpske industrije. To je potvrđeno istraživanjem na mikro nivou kada je zabeležen rast produktivnosti kod akvizicija, greenfield investicija, konkurenata i dobavljača.

Od ostalih posmatranih varijabli, bruto investicije su imale snažan uticaj na izvoz (povećanje bruto investicija od 1% dovodi do povećanja izvoza od 0,240% uz nivo značajnosti od 1%), realan efektivni devizni kurs nije imao veliki uticaj na izvoz, dok su jedinični troškovi rada bili statistički značajni u modelu u kome nisu uključene SDI.

Istraživanje sprovedeno na nivou preduzeća ukazuje na postojanje horizontalnih i vertikalnih efekata prelivanja. Pozitivni efekti prelivanja su blagi rast broja zaposlenih kod glavnih dobavljača, rast prihoda od prodaje kod glavnih dobavljača, rast produktivnosti rada kod najvećih konkurenata i glavnih dobavljača, rast neto profita, stope ¹⁴ **prinos na sopstveni kapital** i stope ²³ **prinos na aktivu kod** glavnih dobavljača. Na osnovu ovoga može se zaključiti da su strane direktne investicije putem vertikalnih efekata prelivanja pozitivno uticale na glavne dobavljače.

Negativni efekti prelivanja ogledaju se u smanjenju broja zaposlenih kod ¹⁴ **najvećih konkurenata**, istiskivanju sa tržišta i pada prihoda od prodaje, neto profita, stope ²³ **prinos na sopstveni kapital** i stope **prinos na aktivu kod** konkurenata stranih afilijacija. Na

osnovu ovoga može se zaključiti da su strane direktne investicije dovele do značajnijeg istiskivanja sa tržišta najvećih konkurenata.

Dakle, strane direktne investicije su pozitivno uticale na rast srpskog izvoza i produktivnosti rada, kao i pozitivno uticale na glavne dobavljače. Pored toga, istraživanje na mikro nivou je pokazalo postojanje ²⁴ tendencije pada broja zaposlenih, rasta produktivnosti, prihoda od prodaje, neto profita, stope prinosa na sopstveni kapital i stope prinosa na aktivu u slučaju akvizicija. Ovo sugerise da je promena vlasništva i dostupnost specifičnih resursa koje poseduju strane kompanije imala pozitivan uticaj na privatizovana preduzeća. U slučaju greenfield investicija zabeležen je ²⁴ tend rast broja zaposlenih, rasta produktivnosti, prihoda od prodaje, neto profita, stope prinosa na sopstveni kapital i stope prinosa na aktivu. Ovo nam daje dovoljno osnova da zaključimo da su strane direktne investicije imale pozitivan uticaj na srpsku prerađivačku industriju. Uticaj stranih direktnih investicija na konkurentnost privrede u celinu, međutim, s obzirom na prezentovane činjenice u radu, nije moguće kvalifikovati kao pozitivan ili negativan, s obzirom na mešovitosť dobijenih rezultata.

⁴⁴
Različita struktura tekućeg računa Srbije u odnosu na zemlje centralne Evrope posledica je razlika u kumulativnom nivou stranih direktnih investicija, fazama finansijskog ciklusa stranih afilijacija i njihove sektorske distribucije. Na osnovu empirijskih podataka došli smo do zaključka da uticaj stranih direktnih investicija na račun dohotka zavisi od kumulativnog nivoa stranih direktnih investicija i faze finansijskog ciklusa u kojoj se nalaze strana preduzeća, a uticajem na račun dohotka strane direktne investicije direktno utiču na strukturu tekućeg računa. Pad udela spoljnotrgovinskog deficita u deficitu tekućeg računa u slučaju zemalja centralne Evrope sugerise da je došlo do podizanja konkurentnosti njihove privrede. Sa druge strane u zemljama jugoistočne Evrope prisutna je tendencija rasta udela i spoljnotrgovinskog deficita i deficita računa dohotka. Rastući udeo spoljnotrgovinskog deficita u deficitu tekućeg računa sugerise na visoku uveznu zavisnost privreda tog regiona i na neadekvatno sprovedenu tranziciju koja nije dovela do povećanja konkurentnosti domaće privrede. Očigledno je da bez obzira što kreatori ekonomske politike smatraju

strane direktne investicije stubom razvoja ekonomije ne smeju se zanemariti njihove negativne posledice – neizbežan deficit računa dohotka. Na sve veći odliv kapitala koji je vezan za povećanje kumulativnog nivoa stranih investicija i zrelijom fazom finansijskog ciklusa ukazuje podatak da udeo dividendi u dohotku u grupi zemalja centralne Evrope ima stalnu tendenciju rasta, tako da je od 2000.godine do 2013. taj udeo porastao sa 37.85% na 65.94%, a rast je još drastičniji u slučaju grupe zemalja jugoistočne Evrope (sa 30.2% u 2004.godini na 69.85% u 2013.godini).

23

Takođe, profiti koje banke ostvaruju po osnovu ulaganja u repo hartije u velikoj meri utiču na njihovu ukupnu profitabilnost, a s obzirom da filijale stranih banaka najveći deo ostvarenog profita transferišu ka matičnim bankama to ima važne implikacije na odliv kapitala iz zemlje i pitanje održivosti deficita tekućeg računa.

Na osnovu iskustava ostalih zemalja, s obzirom na činjenicu da je Srbija kasnila u procesu tranzicije i analizom empirijskih podataka zaključeno je da će u narednom periodu deficit računa dohotka dobijati sve veću ulogu u formiranju deficita tekućeg računa Srbije što predstavlja poseban problem s obzirom na činjenicu da kreatori ekonomske politike nemaju previše mogućnosti da utiču na tokove kapitala ukoliko poštuju načelo slobode kretanja kapitala.

25

Strane direktne investicije u Srbiji i ostalim tranzicionim zemljama Evrope imaju značajnu ulogu u oblikovanju aktuelnog modela rasta koji je dugoročno neodrživ, a zasniva se na visokom nivou potrošnje, kreditnoj ekspanziji banaka i rastu spoljne zaduženosti. Na osnovu analize empirijskih podataka došli smo do zaključka da je rastuća kreditna aktivnost banaka direktno povezana sa povećanjem tržišnog učešća stranih banaka koje su postale dominantni učesnici u bankarskim sektorima zemalja centralne i istočne Evrope. Kod svih zemalja jugoistočne Evrope zabeležen je drastičan porast udela stranih banaka u ukupnoj aktivni bankarskog sektora u periodu od 1999-2008. godine, što se najbolje vidi posmatranjem proseka za sve zemlje u uzorku gde je zabeležen rast sa 23.04% na čak 84.25%. Ulaskom stranih banaka na tržište došlo je do naglog rasta kreditne zaduženosti privatnog sektora u svim tranzicionim zemljama koja je posledica veoma sličnih (možemo reći agresivnih) poslovnih strategija

stranih banaka. S obzirom da je nivo depozita bio ograničen niskom domaćom štednjom, afilijacije stranih banaka su u cilju finansiranja kreditne ekspanzije morale da pozajmljuju sredstva od matičnih banaka. Banke su češće pozajmljivale sredstva "nerazmenljivom" uslužnom sektoru i domaćinstvima u cilju potrošnje nego što je to slučaj sa "razmenljivim" sektorom. Dodatnu opasnost za tekući račun predstavlja činjenica da strane banke imaju tendenciju promovisanja kredita koji su denominirani u stranoj valuti (sa ciljem da umanje devizni rizik) kao i kratkoročnih potrošačkih kredita u stranoj valuti.

Analizom privatne štednje, javne štednje i nivoa bruto investicija došli smo do zaključka da su deficiti tekućeg računa u zemljama centralne i istočne Evrope posledica pada domaće štednje. Čiji je pad u najvećoj meri uzrokovan padom privatne štednje. Uzrok pojave rastućih deficita tekućeg računa u zemljama centralne i istočne Evrope nije u porastu investicija već u padu domaće štednje (gde je posebno značajan pad privatne štednje). Na početku tranzicionog procesa došlo je do naglog pada proizvodnje koji je uticao na pad i domaće štednje i investicija. Pad nivoa domaće štednje je bio mnogo veći nego pad investicija što je uticalo na pojavu velikih imbalansa tekućeg račun. Pojavom ekonomskog rasta u tranzicionim zemljama dolazi do produbljivanja deficita tekućeg računa zbog blagog povećanja nivoa investicija i stagnantne i opadajuće domaće štednje.

Činjenica da investicije u ovom regionu nisu posebno visoke je intrigantna s obzirom na izvanredan potencijal i komparativne prednosti koje većina ovih zemalja poseduje. Bez obzira na pristup tržištu Evropske unije, relativno dobar humani kapital, otvorenost ka stranom kapitalu i tehnologijama, prirodna bogatstva i mogućnost zaduživanja na evropskom tržištu kapitala bez plaćanja premije rizika, tranzicione zemlje imaju mnogo manji nivo bruto investicija nego ostale zemlje u razvoju. Sa druge strane, ove ekonomije se ističu niskim nivoom domaće štednje u odnosu na zemlje u razvoju. Kao što je istaknuto postoji nekoliko mogućih objašnjenja: domaćinstva su optimistična po pitanju budućeg rasta pa odlučuju da se zadužuju, povećava se broj penzionera koji troše svoju štednju kako bi kompenzovali niže dohotke, socijalna zaštita i penzioni

sistem ulivaju poverenje pa nema potreba za štednjom iz predostrožnosti, kretanje deviznog kursa uticalo je na smanjenje štednje preduzeća, potrošacki krediti su veoma dostupni.

Sa druge strane fiskalni deficiti koji se najčešće povezuju sa padom domaće štednje, u slučaju zemalja centralne i istočne Evrope nisu toliko problematični i teorija o deficitima blizancima u slučaju ovih zemalja ne važi.

Problemi visokih deficita tekućeg računa i brzog rasta spoljnog duga dovode do pitanja o modelu ekonomskog rasta koji je prisutan u zemljama centralne i istočne Evrope. Ekonomski rast zasnovan na potrošnji, kreditnoj ekspanziji banaka i rastu spoljnje zaduženosti vodi neminovno do pojave finansijske krize. Struktura stvaranja BDP-a tranzicionih zemalja se znatno izmenila u proteklih 20 godina, a karakteriše je smanjenje udela poljoprivredne i industrijske proizvodnje i povećanje udela uslužnog sektora u formiranju BDP-a.

Na osnovu analize faktora koji utiču na održivost deficita tekućeg računa, kao i primenom MFR odnosno modifikovane Reisen metodologije za ocenu održivosti deficita tekućeg računa na srednji odnosno dugi rok, došli smo do zaključka da aktuelni deficit tekućeg računa Srbije prevazilazi nivo koji je održiv, a to je posledica neodrživog modela ekonomskog rasta. S obzirom na izvršenu analizu faktora koji utiču na održivost deficita tekućeg računa, možemo sumirati one koje imaju pozitivan i one koje imaju negativan uticaj na održivost deficita tekućeg računa Srbije. Pozitivan uticaj na održivost tekućeg računa Srbije imaju povoljna struktura spoljnog duga po ročnosti i prema vrsti dužnika, visok nivo deviznih rezervi akumuliranih u prethodnom periodu, relativna stabilnost finansijskog sistema (usled visoke stope adekvatnosti kapitala u bankarskom sektoru), niža realna kamatna stopa na globalnom nivou i pad cena nafte na svetskom tržištu koja pozitivno utiče na valorizaciju srpskog uvoza. Negativan uticaj na održivost tekućeg računa imaju nepovoljna struktura tekućeg računa, nepovoljna struktura priliva kapitala kojim se finansira deficit (u kojoj dominira zajmovni kapital), ekonomski rast koji se ne bazira na zdravim osnovama i koji je usporen usled recesije globalne ekonomije, visok nivo spoljnog duga u odnosu na BDP, realna apresijacija deviznog kursa,

nedovoljna otvorenost ekonomije, nedovoljna politička i makroekonomska stabilnost, globalna recesija kao i činjenica da je uzrok pojave deficita visok nivo potrošnje, a ne rastuća investiciona aktivnost.

Kalkulacije održivosti deficita tekućeg računa pomoću MFR i modifikovane Reisen metodologije pokazale su da je aktuelni deficit tekućeg računa u Srbiji iznad održivog nivoa (po MFR metodologiji održivi deficit tekućeg računa je 1.47% BDP-a, dok je aktuelni deficit nekamatonosnog dela tekućeg računa 7.98% BDP, u slučaju modifikovane Reisen metodologije održivi deficit tekućeg računa je 1,41%, dok je stvarni deficit tekućeg računa 8.68% BDP-a) i da strana akumulacija u prethodnom periodu nije korišćena u cilju stvaranja uslova za održivi razvoj. U poređenju sa dobijenim rezultatima za druge zemlje jugoistočne Evrope, Srbija je jedna od najugroženijih zemalja kada je u pitanju održivost deficita tekućeg računa. Stanje globalne ekonomije može doprineti dodatnom smanjenju priliva inostranog kapitala koji je važan izvor finansiranja deficita tekućeg računa, što može dovesti do još drastičnijeg pada uvoza, negativno utiče na industrijsku proizvodnju (koja je visoko zavisna od uvoza inputa) i dalje zaoštavanje pitanja održivosti deficita tekućeg računa Srbije. Nažalost, nizak nivo domaće akumulacije, sporost u izgradnji adekvatnog ambijenta za strane investitore ne ulivaju poverenje u sposobnost Srbije da reši problem permanentnog deficita tekućeg računa.

Potencijalna finansijska zaraza po osnovu kanala zajedničkog zajmodavca, kao posledica stranih direktnih investicija u bankarskom sektoru, predstavlja realnu opasnost za Srbiju. Finansijska globalizacija drastično je povećala potencijalni broj kanala za širenje ekonomske zaraze. Ulaskom stranih banaka na tržište zemalja Jugoistočne Evrope, priroda finansijske intermedijacije se značajno promenila u relativno kratkom roku. Postojeća depozitna baza nije bila dovoljna za finansiranje kreditne ekspanzije, pa je rast kreditne aktivnosti praćen naglim porastom stranih potraživanja koja su visoka u odnosu na veličinu ekonomija zemalja u regionu (posebno u slučaju Hrvatske) na osnovu čega možemo zaključiti da su finansijske veze između zemalja Jugoistočne Evrope i Zapadne Evrope ekonomski značajne.

Na osnovu pokazatelja relativne i apsolutne zavisnosti zemalja Jugoistočne Evrope prema zajedničkim zajmodavcima kao i pokazatelja apsolutne i relativne izloženosti zajedničkih zajmodavaca, možemo zaključiti da je verovatnoća pojave finansijske zaraze u slučaju krize u nekoj od zemalja regiona visoka s obzirom da su ispunjeni svi uslovi za pojavu finansijske zaraze. Posebno nepovoljnu okolnost predstavlja činjenica da veliki broj zemalja ima visoku zavisnost prema Grčkoj i Austriji, a da je u isto vreme izloženost Grčke i Austrije prema tim zemljama visoka. Na osnovu prezentovanih različitih indeksa izloženosti zarazi (CRS indeksa, indeksa I^1 i I^2 kao i indeksa izloženosti regionalnoj zarazi) možemo zaključiti da je Hrvatska najviše izloženu riziku pojave finansijske zaraze po osnovu kanala zajedničkog zajmodavca od svih zemalja u regionu dok su Austrija i Grčka najviše izloženi kao zajednički zajmodavci, a eventualna kriza koja bi pogodila ove zemlje imala bi veoma negativan efekat na region kao celinu.

Nepovoljna ročna struktura internacionalnih potraživanja (oko 1/4 ukupnih internacionalnih potraživanja čine kratkoročna potraživanja), oslanjanje zemalja na sredstva koja potiču od malog broja zajedničkih zajmodavaca (za gotovo sve zemlje u regionu najčešće su u pitanju 2 ili u najboljem slučaju 3 velika zajmodavca), rast potraživanja prema privatnom sektoru i sve veća zavisnost privatnog nebankarskog sektora od korišćenja inostrane akumulacije, slična struktura kreditora među ekonomski najsnažnijim zemljama u regionu uz visok stepen koncentracije, neravnomernu tržišnu raspodelu i nizak stepen diverzifikacije u bankarskom sektoru povećavaju verovatnoću za pojavu finansijske zaraze po osnovu kanala zajedničkog zajmodavca. Visok nivo finansijske povezanosti i opasnost od pojave finansijske zaraze po osnovu kanala zajedničkog zajmodavca zahtevaju drugačiji pristup regulisanju i kontroli bankarskog poslovanja koje treba da ima više regionalni karakter i da se zasniva na uspostavljanju jače saradnje između regulatornih institucija iz zemalja dužnika i zemalja kreditora.

Bez obzira što je relativna i apsolutna izloženost Srbije najveća u odnosu na Italiju, koeficijenti I^1 i I^2 kao i indeks izloženosti regionalnoj zarazi u kombinaciji sa CRS indeksom sugerišu da Srbiji ne pretila velika opasnost od širenja finansijske zaraze kada je Italija kao zajednički zajmodavac u pitanju. Izloženost Srbije u odnosu na Francusku i

Nemačku kao zajedniče zajmodavce je po svim indeksima zanemarljiva. Opasnost po Srbiju predstavlja činjenica da ima sličnu strukturu kreditora sa ekonomski najjačim zemljama u regionu.

Strane direktne investicije imaju uticaj i na "prećenjenost" deficita tekućeg računa, s obzirom da se reinvestirana dobit beleži kao priliv u okviru finansijskog računa i kao odliv u okviru računa dohotka iako ne dolazi do konverzije domaće valute u stranu niti kapital napušta zemlju. S obzirom da je nivo reinvestirane dobiti u zemljama centralne Evrope veći nego u zemljama jugoistočne Evrope nameće se zaključak da je pitanje održivosti deficita tekućeg računa mnogo zaoštrenije u zemljama jugoistočne Evrope (što je i potvrđeno mnogo sporijim i težim prilagođavanjem njihovog tekućeg računa globalnoj recesiji).

Na osnovu prihvatanja 4 od 5 posebnih hipoteza, može se prihvatiti i generalna hipoteza da **strane direktne investicije imaju negativan uticaj na tekući račun Srbije**. Zbog nepovoljne sektorske distribucije u kojoj dominiraju investicije u tercijarnom sektoru, strane direktne investicije vrše direktan negativan uticaj na spolnotrgovinski bilans Srbije. U isto vreme, rastom kumulativnog nivoa stranih investicija, raste i odliv kapitala po osnovu dividendi, što vrši negativan uticaj na račun dohotka tekućeg računa. **Ako se uzme u obzir da strane direktne investicije u Srbiji i ostalim tranzicionim zemljama Evrope imaju značajnu ulogu u oblikovanju aktuelnog modela rasta koji je dugoročno neodrživ, a zasniva se na visokom nivou kako javne tako i privatne potrošnje, kreditnoj ekspanziji banaka i rastu spoljne zaduženosti i da su strane direktne investicije u bankarskom sektoru dovele do povećane verovatnoće pojave finansijske zaraze po osnovu kanala zajedničkog zajmodavca, jasno je da strane direktne investicije i posredno negativno utiču na održivost deficita tekućeg računa.**

Ograničenja vezana za istraživanje odnose se na činjenicu da rad ne pruža konkretna rešenja na koji način je moguće promeniti tokove stranih direktnih investicija i privući najkvalitetniji oblik stranih direktnih investicija, izvozno orijentisane greenfield investicije u prerađivačkoj industriji. U radu se, takođe, ne nudi konkretno rešenje na koji način je moguće regulisati odliv kapitala po osnovu dividendi (uz poštovanje načela slobode

kretanja kapitala) koji, rastom stoka stranih direktnih investicija i smanjivanjem obima reinvestiranja, postaje ozbiljan problem za tekući račun. Ograničenja postoje i u oceni deficita tekućeg računa pošto ne postoji ni jedna metoda koja sa 100% sigurnošću može utvrditi da li je deficit održiv ili ne već ukazuju na veću ili manju verovatnoću njegove održivosti. Problem definisanja održivog deficita tekućeg računa je što se o njegovoj održivosti može govoriti samo "post festum"

Smatramo da u budućim istraživanjima, pažnju treba usmeriti ka glavnim faktorima koji utiču na privlačenje stranih direktnih investicija u sektor prerađivačke industrije jer budući priliv stranih direktnih investicija u industrijski sektor može da odredi pravac i stepen specijalizacije srpskog izvoza i doprinese rešavanju problema sa permanentnim spoljnotrgovinskim deficitom. Zašto su zemlje poput Mađarske bile uspešne u privlačenju stranih direktnih investicija (pre svega greenfield investicija), a Srbija nije? Da li su određene investicije motivisane samo ekonomskim aspektima ili istorijskim, kulturnim, političkim i društvenim aspektima odnosno razvojem motivima? Odgovori na ovo pitanja prevazilaze okvir ovog istraživanja, a smatramo da je njihovo razumevanje veoma važno za budući ekonomski oporavak i razvoj srpske privrede.

Istraživanje uticaja stranih direktnih investicija na srpsku prerađivačku industriju pokazalo je da SDI pozitivno utiču na rast izvoza i produktivnosti rada, kao i na glavne dobavljače, što sugerise da bi kreatori makroekonomske politike trebalo da rade na stvaranju uslova za privlačenje stranih direktnih investicija u industrijske kapacitete, pogotovo najpovoljnijeg oblika – greenfield investicija. Istraživanje uticaja SDI na račun dohotka pokazalo je da bi kreatori ekonomske politike morali da imaju u vidu i negativne efekte stranih ulaganja i da se zdrav ekonomski rast ne može zasnivati isključivo na inostranom kapitalu. Takođe, Narodna banka Srbije u narednom periodu treba da nastavi sa razvijanjem uslova za upotrebu ostalih instrumenata sterilizacije kako bi se izvršila disperzija troškova na više tržišta i smanjio uticaj sterilizacione politike na kamatne stope na domaćem tržištu. Manji profiti koje strane banke ostvaraju po osnovu ulaganja u repo hartije smanjuje odliv kapitala po osnovu repatrijacije profita što se pozitivno odražava na održivost deficita tekućeg računa

Literatura

1. Aguiar, M. i Gopinath, G. (2004): *Emerging market business cycles: The cycle is the trend*, NBER Working Paper No. 10734.
2. Aitken, B. i Harrison, A. (1991): *Are There Spillovers From Foreign Direct Investment? Evidence from Panel Data for Venezuela*, mimeo, MIT and the World Bank, November.
3. Aitken, B., Hanson, G. H. i Harrison, A. E. (1997): *Spillovers, foreign investment, and export behaviour*, Journal of International Economics, 43, str. 103-132.
4. Albuquerque, R. (2003): *The composition of international capital flows: risk sharing through foreign direct investment*, Journal of International Economics, vol.61, issue 2, str. 353-383.
5. Al-Abdulrazag, B. i Bataineh, T.M. (2007): *Causal Relationship between Foreign Direct Investment and Savings in Jordan: An Error Correction Model*, International Management Review, 3(4), str. 12-18.
6. Alfaro, L., Sayek, S., Areendam, C. i Kalemli-Ozcan, S. (2003): *FDI Spillovers, Financial Markets, and Economic Development*, IMF Working Papers 03/186, International Monetary Fund.
7. Anghel, B. (2006): *Foreign direct investment in transition countries: a dynamic analysis at firm level*, Universidad Autonoma de Barcelona.
8. Antić, B. (2006): *Finansijska liberalizacija – gradualizam ili šok terapija*, Finansije, str. 5-28.
9. Arandjelović, Z. i Petrović-Randjelović, M. (2007): *Uloga stranih direktnih investicija u transferu tehnologije u zemlji domaćina*, zbornik radova YU INFO 2007.
10. Aristovnik, A. (2007): *How sustainable are current account deficits in selected transition economies?*, Journal of Economics, 1/55, str. 19-39.
11. Arvai, Z., Driessen, K. i Otker-Robe, I. (2009): *Regional financial interlinkages and financial contagion*, IMF, Working Paper, WP/09/6.
12. Barro, R. (1989): *The Ricardian Approach to Budget Deficits*, The Journal of Economic Perspectives, Volume 3, Issue 2, pp. 37 -54.
13. Barro, R. i Grilli, V. (1994): *European macroeconomics*, The Macmillan Press, Hampshire, London.

14. Barta, V. i Niedermayer, L. (2007): *The Czech experience with capital flows: challenges for monetary policy*, BIS Papers No.44.
15. Basile, R., Castellani, D. i Zanfei, A. (2003): *Location choices of multinational firms in Europe: the role of national boundaries and EU policy*, International Trade, EconWPA.
16. Begović, B., Mijatović, B., Paunović, M. i Popović, D. (2008): *Grinfield strane direktne investicije u Srbiji*, Centar za liberalno-demokratske studije.
17. Binatli, A. i Sohrabji, N (2008): *Analyzing the present sustainability of Turkey's current account position*, The Journal of International Trade and Diplomacy, Winter 2008, str.171-209
18. Blalock, G. i Simon, H. (2009): *Do all firms benefit equally from downstream FDI? The moderating effect of local suppliers' capabilities on productivity gains*, Journal of International Business Studies, Palgrave Macmillan, vol. 40(7), str. 1095-1112, September.
19. Blomstrom, M. i Persson, H. (1983) : *Foreign investment and spillover efficiency in an underdeveloped economy: Evidence from the Mexican manufacturing industry*, World Development, Elsevier, vol. 11(6), str. 493-501, June.
20. Blomstrom, M. i Kokko, A. (1997): *How foreign direct investment affect host countries*, World Bank Policy Research Working Paper, No. 1745.
21. Boljanović, S. (2012): *Uticaj stranih direktnih investicija na transfer tehnologije u Srbiji*, Finansije, Ministarstvo Finansija Republike Srbije, br 1-6, str.92-107.
22. Boljanović, S. (2013): *Komparativna analiza uticaja stranih direktnih investicija na strukturu i specijalizaciju srpskog i mađarskog izvoza*, Ekonomske teme 51(1):1-20, Ekonomski fakultet, Niš, , str. 37-57.
23. Bosworth, B. i Collins, S. (1999): *Capital flows to developing economies: Implications for saving and investment*, Brookings Papers on Economic Activity, 1/1999, str.143-180.
24. Bošković, T. (2006): *Strane direktne investicije u funkciji povećanja izvoza*, Računovodstvo, broj 3-4, 2006, str.133-140.
25. Brada, J.C. i Tomšik, V (2003): *Reinvested earnings bias, The "five percent" rule and the interpretation of the balance of payments – with the application to transition economies*, William Davidson Working Papers, No.543.
26. Business Info Group (2012): *Strane direktne investicije u Srbiji 2001-2011*, Politika AD, Beograd.

27. Caballero, R.J. i Krishnamuthy, A. (1999) : *Emerging Markets Crisis: an Asset Markets Perspective*, IMF Working Paper, No. 129.
28. Calvo, G. A., L. Leiderman i C. M. Reinhart (1993): *Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: The Role of External Factors*, IMF Staff Papers, 40 (1), str. 108-51.
29. Caramazza F., Ricci L. i Salgado R. (2000): *Trade and Financial Contagion in Currency Crises*, IMF Working Paper, No. 55.
30. Carstensen, K. i Toubal, F. (2004): *Foreign direct investment in Central and Eastern European countries: a dynamic panel analysis*, Journal of Comparative Economics, 32 (1), str. 3-22.
31. Cavallo, M. (2005): *Understanding the Twin Deficits: New Approaches, New Results*, FRBSF Economic Letter.
32. Caves, R.E. (1974): *Multinational Firms, Competition and Productivity in Host-Country Markets*, Economica, Vol. 41, str. 176-193.
33. Chen, E.K.Y. (1983): *Multinational Corporations, Technology and Employment*, London, Macmillan.
34. Chung, C., Chang, L. i Zhang, Y. (1995): *The Role of Foreign Direct Investment in China's Post-1978 Development*, World Development, 23 (4), , str. 691-707.
35. Cornia, G.A., Honkkila, J., Panizza, R. i Popov, V. (1996): *Long term growth and welfare in transition economies: The impact of demographic, investment and social policy changes*, WIDER Working Paper, br.122.
36. Damijan, J. (2005): *Transfer of technology through FDI to new member states: How important are direct effects, horizontal and vertical spillovers?*, paper presented at the European Commission seminar "The Effects of Relocation on Economic Activity: An EU Perspective", June, 2005.
37. Damijan, J., Majcen, B., Knell, M. i Rojec, M. (2003): *The role of FDI, R&D accumulation and trade in transferring technology to transition economies: Evidence from firm panel data for eight transition countries*, Economic systems, 27, str. 189-204.
38. Denisia, V. (2010): *Foreign Direct Investment Theories: An Overview of the Main FDI Theories*, European Journal of Interdisciplinary Studies, issue 3, december 2010.
39. Denizer, C. i Wolf, H. (1998): *Aggregate saving in transition*, Working paper; part of World Bank research project: "Savings across the world".

40. Diaz-Alejandro, C. (1963): *A Note on the Impact of Devaluation and the Redistributive Effect*, The Journal of Political Economy, Vol. 71, No. 6, str. 577-580, The University of Chicago Press.
41. Djankov, S. i Hoekman, S. (1996) : *Intra-Industry Trade, Foreign Direct Investment, and the Reorientation of Eastern European Exports*, Policy Research Working Paper, No. 1652. Washington, D.C.: The World Bank.
42. Dornbusch, R., Park, Y. C. i Claessens, S. (2000): *Contagion: Understanding how it spreads*, The World Bank research observer, Vol. 15, str. 177-198.
43. Dragutinović S. (2009): *Svetska ekonomska kriza i posledice po privredu Srbije*, Studije i istraživanja 11/2009, Institut fakulteta za ekonomiju, finansije i administraciju, Beograd.
44. Dunning, J.(2001): *The Eclectic (OLI) Paradigm of International Production: Past, Present and Future*, International Journal of the Economics of Business, Vol. 8, No. 2, str. 173-190.
45. Đurić, D. (2002): *Strane direktne investicije u funkciji unapređenja izvoza*, Ekonomski anali, str.189-194.
46. EBRD : *Transition report*, London, European Bank for Reconstruction and Development, različita izdanja 1997-2015.
47. Eden, L. i Rugman, A. (1985): *Multinationals and transfer pricing*, Taylor & Francis, Halifax.
48. Edwards, S. (1990): *Capital flows, foreign direct investment and debt-equity swaps in developing countries*, NBER working paper no.3497, Cambridge.
49. Eichengreen, B. i Rose, A. (1996) : *Contagious Currency Crises: Channels of Conveyance*, NBER Working Paper 5681.
50. Fairchild, L. i K. Sosin (1986): *Evaluating Differences in Technological Activity between Transnational and Domestic Firms in Latin America*, Journal of Development Studies, Vol. 22, str. 697-708.
51. Frankel, J. A. (1994): *Sterilization of Monetary Inflows: Difficult (Calvo) or Easy (Reisen)?*, Working paper, no 94/159, International Monetary Fund. Washington D.C.
52. Frankel, J.A. i Rose, A.K. (1996): *Currency crashes in emerging markets: An empirical treatment*, Journal of International Economics, Vol. 41 (Novembar), str. 351-366.
53. Friedman, M. (1957): *A Theory of the Consumption Function*, Princeton: Princeton University Press for NBER.

54. Galić, J. i Fabris, N. (2006): *Politika deviznog kursa kao instrument konkurentnosti?*, Savetovanje ekonomista, Miločer.
55. Gerschenberg, I. (1987): *The Training and Spread of Managerial Know-How. A Comparative Analysis of Multinational and Other Firms in Kenya*, World Development, Vol. 15, str. 931-939.
56. Girma, S. (2005): *Absorptive Capacity and Productivity Spillovers from FDI: A Threshold Regression Analysis*, Oxford Bulletin of Economics and Statistics, Volume 67, Issue 3, str. 281-306.
57. Glass, J.A. i Saggi, K. (1998): *The role of foreign direct investment in international transfer of technology*, International Handbook of Development Economics 55, str. 369-398.
58. Globerman, S. (1979): *Foreign Direct Investment and 'Spillover' Efficiency Benefits in Canadian Manufacturing Industries*, Canadian Journal of Economics, Canadian Economics Association, vol. 12(1), str. 42-56, February.
59. Goldstein, I. i Razin, A. (2002): *Volatility of FDI and portfolio investments: The role of information, liquidation shocks and transparency*, NBER Working Paper No. 9426.
60. Golubović, N. (2008): *O održivosti deficita tekućeg bilansa Srbije*, zbornik radova: Tranzicija u Srbiji i globalna ekonomska kriza, str. 269-286.
61. Gorg, H. i Strobl, E. (2004): *Foreign Direct Investment and Local Economic Development: Beyond Productivity Spillovers*, Globalisation, Productivity and Technology Research Paper No. 2004/11.
62. Griffin, K. (1978): *International Inequality and National Poverty*, Macmillan, New York.
63. Grosse, R. (1996): *International Technology Transfer in Services*, Journal of International Business Studies, volume 27.
64. Grubišić, Z. (2006): *FDI in Serbia: Is it always superior solution?*, publikacija Business opportunities in Serbia, Belgrade Banking Academy.
65. Haddad, M. i Harrison, A. (1993): *Are there positive spillovers from direct foreign investment?: Evidence from panel data for Morocco*, Journal of Development Economics, 1993, vol. 42, issue 1, str. 51-74.
66. Halac, M., Schmukler, S. i Zoido, H. (2003): *Financial Globalization, Crises, and Contagion*, World Bank Policy Research Report.

67. Heckscher, E. (1919): *The Effect of Foreign Trade on the Distribution of Income*, Ekonomisk Tidskrift, str. 497-512.
68. Hinić, B. (2014): *Govor na prezentaciji Izveštaja o inflaciji – maj 2014*, Narodna Banka Srbije, Beograd.
69. Hirschman, O. (1964): *The Paternity of an Index*, The American Economic Review, American Economic Association, volume 54, issue 5.
70. Hungarian National Bank (2009): *Export structure and export specialisation in Central and Eastern European countries*, Ocasional Papers, 81.
71. International Monetary Fond (1999): *World Economic Outlook: International Financial Contagion*, Washington, United States.
72. Ivković, A. (2011): *Prilivi stranog kapitala: Podrška ili prepreka razvoju?*, Bankarstvo 1-2/2011, str.62-101.
73. Jadhav, N. (2003): *Capital account liberalisation: The Indian experience*, Paper presented at a Tale of two giants: India's and China's experience with reform and growth, New Delhi, November.
74. Javorcik, B., Saggi, K. i Spatareanu, M., (2004): *Does it matter where you come from? vertical spillovers from foreign direct investment and the nationality of investors*, Policy Research Working Paper Series 3449, The World Bank.
75. Jefferson Institute (2003): *Konkurentnost privrede Srbije*, Ministarstvo finansija Srbije.
76. Jefferson Institute (2006): *Konkurentnost privrede Srbije*, Ministarstvo finansija Srbije.
77. Johnson, A. (2006): *FDI inflows to the transition economies in Eastern Europe: Magnitude and determinants*, CESIS, Working Paper No.59.
78. Joksimović, Lj. (2008): *Spiloveri stranih direktnih investicija i razvoj ljudskog kapitala: Tranzicione ekonomije i Srbija*, zbornik radova Inostrani kapital kao faktor razvoja zemalja u tranziciji, Ekonomski fakultet u Kragujevcu, str.77-94
79. Kaminski, B. i Riboud, M. (1999): *Foreign investment and restructuring: The evidence from Hungary*, The World Bank Technical Paper No. 453.
80. Kaminsky, G. i Reinhart, C. (1999): *Bank Lending and Contagion: Evidence from the East Asian Crisis*, Working Paper, National Bureau of Economic Research.

81. Kaufmann, G. (1992): *Bank contagion: Theory and Evidence*, Working Papers Series WP-92-13, Federal Reserve Bank, Chicago, United States.
82. Katz, J.M. (1984): *Domestic, Technological Innovations and Dynamic Comparative Advantage: Further Reflections on a Comparative Case Study Program*, Journal of Development Economics, Vol. 16, str. 13-38
83. Kinoshita, Y.(2000): *R&D and Technology Spillovers via FDI: Innovation and Absorptive Capacity*, William Davidson Institute, Working Paper No. 349.
84. Kinoshita, Y. (2011): *Sectoral composition of FDI and external vulnerability in Eastern Europe*, IMF Working Paper 11/123.
85. Kokeza, G (2005): *Transfer tehnologije kao strategijska opcija razvoja preduzeća*, TMF, Beograd .
86. Kokko, A., Tansini, R. i Zejan, M. (1994): *Productivity Spillovers from FDI in the Uruguayan Manufacturing Sector*, SSE/EFI Working Paper Series in Economics and Finance 2, Stockholm School of Economics.
87. Konings, J. (2000): *The Effects of Direct Foreign Investment on Domestic Firms: Evidence from Firm Level Panel Data in Emerging Economies*, CEPR Discussion Papers 2586, C.E.P.R. Discussion Papers.
88. Kovačević, R.(2005): *Strane direktne investicije, transfer tehnologije i izvoz Srbije*, publikacija: Transfer tehnologije za evropsku Srbiju, Mašinski fakultet, Beograd.
89. Kovačević, R. (2009): *Strane direktne investicije kao izvor finansiranja deficita platnog bilansa zemljama u tranziciji*, zbornik radova Inostrani kapital kao faktor razvoja zemalja u tranziciji, Ekonomski fakultet u Kragujevcu, str.15-28
90. Kudina, A. i Jakubiak, M. (2008): *The motives and impediments to FDI in the CIS*, OECD, Journal of investment policy.
91. Kutun, A.M. i Vukšić, G. (2007): *Foreign direct investment and export performance: Empirical evidence*, Comparative Economic Studies, Vol. 49 (3), str. 430-445.
92. Lall, S. (1980): *Vertical Interfirm Linkages in LDCs: An Empirical Study*, Oxford Bulletin of Economics and Statistics, Vol. 42, 203-226
93. Lee J.-Y. (1996): *Implications of a Surge in Capital Inflows: Available Tools and Consequences for the Conduct of Monetary Policy*, IMF Working Paper, International Monetary Fund.

94. Lipsey, R. (2002): *Home and Host Country Effects of FDI*, NBER Working Papers 9293, National Bureau of Economic Research.
95. Mandal,Š. (2005): *Strane direktne investicije u Srbiji i transfer tehnologije*, publikacija: Transfer tehnologije za evropsku Srbiju, Mašinski fakultet, Beograd.
96. Masson, P. (1998): *Contagion: Monsoonal Effects, Spillovers and jumps Between Multiple Equilibria*, IMF Working Paper 98/142
97. Mansfield, E. i Romeo, A. (1980): *Technology Transfer to Overseas Subsidiaries by U.S.-based Firms*, Quarterly Journal of Economics, Vol. 95, str. 737-750.
98. McAleese, D. i McDonald, D. (1978) : *Employment Growth and Development of Linkages in Foreign-Owned and Domestic Manufacturing Enterprises*, Oxford Bulletin of Economics and Statistics, Vol. 40, str.321-339.
99. Mencinger,J.(2008): The “addiction” with FDI and current account balance, ICER, Working Paper No.16/2008.
100. Merlevede, B. i Schoors, K. (2007): *FDI and the Consequences: Towards more complete capture of spillover effects*, William Davidson Institute Working Papers Series wp886, William Davidson Institute at the University of Michigan.
101. Milesi-Ferretti, G.M. i Razin, A. (1996): *Sustainability of persistent current account deficits*, NBER Working Paper, br. 5467.
102. Modigliani, F. (1970): *The life-cycle hypothesis and intercountry differences in the saving ratio*, in W. A. Eltis, M. FG. Scott, and J. N. Wolfe, eds., *Induction, growth, and trade: essays in honour of Sir Roy Harrod*, Oxford. Oxford University Press. Pp 197–225.
103. Ohlin, B. (1933): *Interregional and International Trade*, Cambridge: Harvard University Press.
104. Page, J.M. (1980): *Technical Efficiency and Economic Performance: Some Evidence fromGhana*, Oxford Economic Papers, Vol. 32, str.319-339.
105. Reisen, H. (1993): *Capital Flows and Their Effect on the Monetary Base*, Cepal Review, 51 (December), str. 113-22.
106. Reisen, H. (1998): *Sustainable and Eexcessive current Aaccount deficits*, OECD Technical Papers, No. 132.

107. Reuber, G.L., Crookell, H., Emerson, M. i Gallais-Hamonno, G. (1973): *Private Foreign Investment in Development*, Clarendon Press, Oxford.
108. Riedel, J. (1975): *The Nature and Determinants of Export – Oriented Direct Foreign Investment in a Developing Country: A Case Study*, Weltwirtschaftliches Archiv, Band 111, str.505-528.
109. Roubini, N. i Wachtel, P. (1998): *Current account sustainability in transition economies*, NBER Working Paper, br.6468.
110. Sachs, J. i Larrain, F. (1993): *Macroeconomics in the global economy*, Prentice Hall, New York.
111. Salahuddin, M., Shahbaz, M. i Chani, M.I. (2010): *A note on causal relationship between FDI and savings in Bangladesh*, Theoretical and Applied Economics Volume XVII (2010), No. 11(552), str. 53-62.
112. Saggi, K. (2000): *Trade, foreign direct investment and international transfer of technology: A survey*, Policy Research Working Paper Series 2349, The World Bank.
113. Sasidharan S. (2006): *Foreign Direct Investments and Technology Spillovers: Evidence from the Indian Manufacturing Sector*, Indian Institute of Technology, Bombay.
114. Sass, M. i Kalotay, K. (2012): *Inward FDI in Hungary and its policy context*, Vale Columbia Center on Sustainable International Investment, Columbia University, Chicago.
115. Sbracia, M. i Zaghini, A. (2001): *The Role of the Banking System in the International Transmission of Shocks*, Banca D'Italia, Temi di Discussione del Servizio Studi, No.409.
116. Schoors, K. i Van Der Tol, B. (2002): *Foreign direct investment spillovers within and between sectors: Evidence from Hungarian data*, Working Papers of Faculty of Economics and Business Administration, Ghent University, Ghent.
117. Shelburne, R. (2008): *Current account deficits in European emerging markets*, UN Discussion Papers Series No.2008.2.
118. Shaiken, H. (1990): *Mexico in the Global Economy: High Technology and Work Organization in Export Industries*, San Diego: Center for U.S.- Mexican Studies, University of California-San Diego.
119. Stanišić, N. (2008): *Priliv stranih direktnih investicija kao osnovni faktor unapređenja spoljnotrgovinskih performansi evropskih zemalja u tranziciji*, zbornik radova Inostrani kapital kao faktor razvoja zemalja u tranziciji, Ekonomski fakultet u Kragujevcu, str.328-346.

120. Stefanović, S. (2008): *Analitical framework of FDI determinants: implementation of the OLI model*, Economics and Organization Vol. 5, br. 3, str. 239 – 249.
121. Stojadinović-Jovanović, S. (2008): *Međunarodna trgovina i transnacionalne kompanije – supstituit ili dopuna*, Međunarodni problemi, vol. 60, br. 1, str. 93-115.
122. Sun, H.(2001): *Foreign Direct Investment and Regional Export Performance in China*, Journal of Regional Science, 41 (2), str.317-336.
123. Swan, P.L. (1973): *The International Diffusion of an Innovation*, Journal of Industrial Economics, vol.22, str.61-69.
124. Škudar, A.,(2004): *“ Pregled i analiza izravnih ulaganja u Republiku Hrvatsku*, Pregledi, P-16. Zagreb, Hrvatska Narodna Banka.
125. Tilton, J.E. (1971): *The International Diffusion of Technology: The Case of Semiconductors*, Washington; Brookings Institution.
126. Tytell, I. i Yudaeva, K. (2005): *The Role of FDI in Eastern Europe and New Independent States: New Channels for the Spillover Effect*, Centro Studi Luca d'Agliano Development Studies, Working Paper No. 217.
127. The Pricewaterhouse Coopers (2011): *Taxes at a glance 2011*.
128. UNCTAD: *Handbook of statistics*, UN, New York and Geneva, različita izdanja (2000-2016)
129. UNCTAD: *World Investment Report*, UN, New York and Geneva, različita izdanja (1995-2016)
130. Van Rijckeghem, C. i Weder, B. (1999): *Sources of Contagion: Finance or Trade?*, IMF Working Paper, No. 146.
131. Vernon, R. (1979): *The product cycle hypothesis in a new international environment*, Oxf Bull, Econ Stat 41(4), str.255–267.
132. Vidas-Bubanja, M.(1999): *Izvoz i strane direktne investicije kao ključni faktori dinamiziranja razvoja jugoslovenske privrede*, Ekonomska misao, 1999, 32, 1-2, str.85-104.
133. Vojnović, M.(2005): *Multinacionalne kompanije i transfer tehnologije*, publikacija: Transfer tehnologije za evropsku Srbiju, Mašinski fakultet, Beograd.
134. Vuković, V (2006): *Spoljna likvidnost i solventnost Srbije*, Međunarodni problemi, br.3, 2006, str. 347-363.

135. Vukšić, G. (2006): *Impact of foreign direct investment on Croatian manufacturing exports*, Financial Theory and Practice, 2005, 29 (2), str.131-158.
136. Zhang, K. H. i Song, S. (2000): *Promoting Exports: The Role of Inward FDI in China*, China Economic Review, 11(4), str.385-396.
137. Zhang, K.H.(2005): *How Does FDI Affect a Host Country's Export Performance? : The Case of China*, Paper presented on International conference of WTO, China.
138. Waheed, M. (2007): *Central bank intervention, sterilization and monetary independence: The case of Pakistan*, Unpublished.
139. World Economic Forum (2016): *Global competitiveness report*, Geneva, Switzerland.
140. <http://www.apr.gov.rs/>
141. <http://unctadstat.unctad.org> (podaci prikupljeni u periodu od aprila do avgusta 2016)
142. <http://epp.eurostat.ec.europa.eu> (podaci prikupljeni u periodu od aprila do avgusta 2016)
143. <http://www.imf.org/external/data.htm> (podaci prikupljeni u periodu od aprila do avgusta 2016)
144. <http://databank.worldbank.org> (podaci prikupljeni u periodu od aprila do avgusta 2016)
145. <http://comtrade.un.org/db/> (podaci prikupljeni u periodu od aprila do avgusta 2016)
146. <http://w3.unece.org/pxweb/Dialog/> (podaci prikupljeni u periodu od aprila do avgusta 2016)
147. <http://www.ebrd.com> (podaci prikupljeni u periodu od aprila do avgusta 2016)
148. <http://www.nbs.rs> (podaci prikupljeni u periodu od aprila do avgusta 2016)
149. <http://webzrzs.stat.gov.rs> (podaci prikupljeni u periodu od aprila do avgusta 2016)

Prilog

Tabela 1: Klasifikacija privrednih sektora zasnovana na tehnologiji (OECD,2003)

Sekundarni sektor			
Niska tehnologija		Srednje visoka tehnologija	
ISIC	Opis	ISIC	Opis
15-16	Hrana, piće,duvan	24	Hemijski proizvodi izuzev lekova
17-19	Tekstil, tekstilni proizvodi, kožni proizvodi i obuća	29	Mašine i oprema
20-22	Drvo, papir, štampanje, izdavaštvo	31	Električne mašine i oprema
36-37	Ostala proizvodnja, reciklaža	34	Motorna vozila, prikolice
		352+359	Železnička oprema
Srednje niska tehnologija		Visoka tehnologija	
ISIC	Opis	ISIC	Opis
23	Koks, derivati nafte, nuklearno gorivo	2423	Lekovi
25	Proizvodi od plastike i gume	30	Kancelarijska oprema i kompjuteri
26	Drugi nemetalni mineralni proizvodi	32	Radio, TV i telekomunikaciona oprema
27-28	Osnovni metali i metalni proizvodi	33	Medicinski i optički instrumenti
351	Izgradnja i popravka brodova	353	Vazduhoplovi i letelice
Tercijarni sektor			
Niska tehnologija		Visoka tehnologija	
ISIC	Opis	ISIC	Opis
40-45	Snabdevanje vodom, strujom,gasom	64	Pošta i telekomunikacije
50-63	Trgovina na veliko i malo, ugostiteljstvo, transport	65-67	Finansijsko posredovanje
70,75	Poslovi sa nekretninama, javna administracija	71-74	Iznajmljivanje i poslovne aktivnosti
90-99	Ostale komunalne,socijalne i lične uslužne aktivnosti	80,85	Obrazovanje,zdravstvo, socijalni rad

Tabela 2: Tehnološka struktura uvoza i izvoza po robnim grupama SMTK, rev.4

Proizvodi zasnovani na resursima		Proizvodi zasnovani na srednjoj tehnologiji	
SMTK	Opis	SMTK	Opis
01 bez 011	Meso i mesne prerađevine, izuzev goveđeg mesa	266	Sintetička vlakna za predenje
023	Maslac, ostale masnoće od mleka	267	Veštačka i sintetička vlakna, ostala
024	Sir i urda	512	Alkoholi, fenoli, derivati
035	Riba, sušena, soljena, dimljena	513	Karbonske kiseline, derivati
037	Ribe, ljuskari, dr., pripremlj.	533	Pigmenti, lakovi i sl.
046	Prekrupa, brašno od pšenice	55 bez 551	Parfimerija, kozmetika, sapuni, itd.
047	Prekrupa, brašno od ostalih žitarica	562	Đubriva (sem sirovih)
048	Proizvodi od žitarica, brašna	57	Plastika u primarnom obliku
056	Povrće, prerađeno, nn	58	Plastika u sekundarnom obliku
058	Voće i proizvodi (sem sokova)	59 bez 592	Hemijski materijali i proizvodi izuzev skroba, inulina, albumina, lepka
06	Šećer, proizvodi od šećera, med	653	Tkanine od sintetičkih i veštačkih materijala
073	Čokolada	671	Sirovo gvožđe i ferolegure
098	Jestivi proizvodi i prerađevine, nn	672	Ignoti, drugi poluproizvodi gvožđa i čelika
1 bez 121	Pića i duvan osim neprerađ. duvana	678	Žica od gvožđa i čelika
247	Drvo, neobrađeno ili grubo obrađeno	711	Kotlovi za vodenu i dr. paru
248	Drvo, prosto obrađeno	713	Klipni motori sa unutrašnjim sagorevanjem
251	Celuloza i otpaci od hartije	714	Pogonse mašine i motori, neelektrične
264	Juta i ostala likasta vlakna	72	Mašine specijalizovane za određene industrije
265	Biljna vlakna (sem pamuka, jute)	73	Mašine za obradu metala
269	Upotreblijiva odeća, krpe	74	Opšte industrijske mašine i oprema
334	Ulja od nafte i minerala	762	Radiodifuzni prijemnici
335	Otpadni proizvodi od nafte isl.	763	Aparati za snimanje, reprodukciju zvuka, slike
4	Životinjska i biljna ulja i masti	772	Elektični aparati za strujna kola i sl.

51 bez 512,513	Organska jedinjenja izuzev alkohola, fenola i karbonske kiseline	773	Oprema za distribuciju električne energije
52 bez 524	Neorganska jedinjenja	775	Elek. i neelek. oprema za domaćinstvo
53 bez 533	Sintetička organska jedinjenja i ekstrakti za bojenje	78	Putnički automobili
551	Eterična ulja, parfimerijski proizvodi	79 bez 792	Ostala transportna oprema izuzev vazduhoplova
592	Skrob, inulin, albumini, lepak	81	Montažne zgrade i uređaji
62	Proizvodi od gume	872	Medicinski instrumenti
63	Proizvodi od plute i drveta	873	Merači i brojači
641	Hartija i karton	88 bez 881	Foto i kino materijal izuzev fotoaparata i opreme
66 bez 665,666	Nemetalni mineralni proizvodi izuzev proizvoda od stakla i grnčarskih proiz.		
68	Obojeni metali		

Proizvodi zasnovani na niskoj tehnologiji		Proizvodi zasnovani na visokoj tehnologiji	
SMTK	Opis	SMTK	Opis
61	Koža i proizvodi od kože	54	Medicinski i farmaceutski proizvodi
642	Hartija i karton sečeni	712	Turbine na vodenu i dr. paru
65 bez 653	Prediva od tekstilnih vlakana i pamuka	716	Rotacione električne mašine
665	Proizvodi od stakla	718	Pogonske mašine ostale, delovi
666	Grnčarski proizvodi	75	Kancelarijske mašine i mašine za aop
67 bez 671,672,678	Gvožđe i čelik izuzev sirovog gvožđa, ferolegura, ignota i žice od čelika	761	Televizijski prijemnici
69	Metalni proizvodi	764	Telekomunikaciona oprema
821	Nameštaj i delovi	77 bez 772,773,775	Električne mašine
831	Kovčezi, koferi, neseseri	792	Vazduhoplovi i oprema
84	Odeća, muški i ženski kaputi	871	Optički instrumenti
851	Obuća	874	Merni, kontrolni instrumenti
89 bez 892,896	Razni gotovi proizvodi osim štampanih stvari i umetničkih predmeta	881	Fotoaparati i oprema

Tabela 3 : Klasifikacija grana prema faktorskoj intenzivnosti

Resurno intenzivne		Intenzivne ljudskim kapitalom	
SMTK	Opis	SMTK	Opis
511	Ugljovodonici i derivati	515	Organsko-neorganska jedinjenja
512	Alkoholi, fenoli, derivati	516	Organski hem. proizvodi ost
513	Karbonske kiseline, derivati	522	Neorg. hem. elem., oksidi, soli
514	Jedinjenja sa azotnom funkcijom	523	Metalne soli i peroksisoli
562	Đubriva (sem sirovih)	524	Neorganski hem. proiz. ost
611	Koža	525	Radioaktivne materije
613	Štavljena, obrađena krzna	531	Sintet. org. mat. za bojenje
634	Furnir, ost. obrađeno drvo	533	Pigmenti, lakovi i sl.
635	Proizvodi od drveta, nn	541	Med. i farm. proiz. sem lekova
641	Hartija i karton	542	Lekovi
651	Predivo od tekst. vlakana	55	Parfimerija, kozmetika, sapuni, itd.
66 bez 667	Nemetalni mineralni proizvodi izuzev bisera i dragog kamenja	57	Plastika u primarnom obliku
67 bez 678,679	Gvožđe i čelik izuzev žice od čelika	581	Cevi i creva od plast. masa
68	Obojeni metali	582	Ploče i sl. od plast. masa
694	Ekseri, vijci, tirfoni i sl	583	Monofilamenti
		591	Insektic. i dr. za prod. na malo
Radno intenzivne		Intenzivne ljudskim kapitalom	
SMTK	Opis	SMTK	Opis
612	Proiz. od kože i veš. kože, nn	592	Skrob, inulin; albumini; lepak
621	Proizvodi od kaučuka	593	Eksplodivi, pirotehn. proiz.
625	Gume za automobile i sl.	597	Aditivi za miner. i sl. ulja
629	Proizvodi od gume	598	Hemijski proizvodi, nn
633	Proizvodi od plute	679	Cevi, šuplji prof, od gvož. čel
642	Hartija i karton, sečeni	691	Konstrukcije i delovi
655	Pleteni, kukičani materijali	695	Alati ručni i za mašine
656	Til, čipke, vez, trake, ostalo	71	Pogonske mašine i uređaji
657	Specijalna prediva i tkanine	723	Maš. i uređ. za niskogr., građ
658	Gotovi proiz. od tekst. mat.	725	Maš. za proiz. hart. i celul.
667	Biseri, drago i poludrago kam	726	Mašine za štampanje i sl.
692	Metalni kontejneri	727	Mašine za proizvodnju hrane
696	Stoni pribor	728	Maš. za pojedine ind. gr. Ost
697	Oprema za dom. od pros. met	73	Mašine za obradu metala
699	Proiz. od prostih metala, nn	74	Opšte industrijske mašine i

			oprema
721	Poljoprivredne mašine	75	Kancelarijske mašine i mašine za aop
722	Traktori	76	Televizijski prijemnici i telekomunikaciona oprema
724	Maš. za obradu tekst. i kože	772	Elek. apar. za strujna kola;sl
771	Električne pogonske mašine	773	Oprema za distrib. el. energ.
784	Delovi, pribor za mot. vozila	774	Elektro-dijagnostički apar.
785	Motocikli i bicikli	775	Elek. i neelek. opr. za domaće.
786	Prikolice i poluprikolice	776	Termojonske elektronske cevi
791	Šinska vozila i oprema	778	Elektr. mašine, aparati, nn
812	Sanitarni uređaji, pribor, nn	781	Putnički automobili
813	Uređaji za osvetljenje, nn	782	Mot. vozila za prevoz robe
821	Nameštaj i delovi	792	Vazduhoplovi i oprema
831	Kovčezi, koferi, neseseri, sl.	793	Brodovi, čamci, plov. konstruk.
84	Odeća, muški i ženski kaputi	811	Montažne zgrade
851	Obuća	871	Optički instrumenti
883	Kinematografski filmovi	872	Medicinski instrumenti
885	Satovi i časovnici	873	Merači i brojači
89 bez 896	Razni gotovi proizvodi osim umetničkih predmeta	874	Merni, kontrolni instrumenti
		881	Fotoaparati i oprema
Kapitalno intenzivne		882	Foto i kino materijal
SMTK	Opis	884	Optički proizvodi
652	Tkanine od pamuka		
653	Tkanine od sint. i vešt. mat.		
654	Tekstilni proiz. ost, tkani		
659	Pokrivači za podove		
678	Žica od gvožđa i čelika		
783	Drumska motorna vozila, nn		

UTICAJ STRANIH DIREKTNIH INVESTICIJA NA TEKUĆI RAČUN SRBIJE

ORIGINALITY REPORT

5%

SIMILARITY INDEX

PRIMARY SOURCES

1	www.eknfak.ni.ac.rs Internet	1572 words — 2%
2	bs.scribd.com Internet	373 words — < 1%
3	0353-8648, 2004 Publications	169 words — < 1%
4	www.scribd.com Internet	79 words — < 1%
5	itg.com Internet	70 words — < 1%
6	www.oecd.org Internet	63 words — < 1%
7	www.ekfak.kg.ac.rs Internet	60 words — < 1%
8	www.nbs.rs Internet	58 words — < 1%
9	0025-8555, 2008 Publications	55 words — < 1%
10	mpira.ub.uni-muenchen.de Internet	54 words — < 1%
11	ekfak.kg.ac.rs Internet	53 words — < 1%
12	www.fren.org.rs	

	Internet	51 words — < 1 %
13	www.emc-review.com Internet	51 words — < 1 %
14	www.ecinst.org.rs Internet	48 words — < 1 %
15	www.doiserbia.nb.rs Internet	46 words — < 1 %
16	www.ijf.hr Internet	44 words — < 1 %
17	cbcg.me Internet	44 words — < 1 %
18	lokalnirazvoj.rs Internet	42 words — < 1 %
19	Jankovic, Nenad. "A twin deficit: The issue of the Serbian economy", Ekonomski horizonti, 2015. Crossref	42 words — < 1 %
20	Jošić, Hrvoje and Jošić, Mislav. "ODRŽIVOSTNEKAMATONOSNOGA TEKUĆEG RAČUNA BILANCE PLAĆANJA U HRVATSKOJ", Ekonomski Vjesnik, 2011. Publications	40 words — < 1 %
21	0353-8648, 2006 Publications	38 words — < 1 %
22	www.singipedia.com Internet	34 words — < 1 %
23	147.91.175.145 Internet	32 words — < 1 %
24	Đoković, Filip. "POSLOVNO ODLUČIVANJE O FINANSIRANJU TEKUĆIH AKTIVNOSTI U	32 words — < 1 %

25	www.edasol-au.com Internet	32 words — < 1%
26	hrcak.srce.hr Internet	29 words — < 1%
27	0013-3264, 2003 Publications	29 words — < 1%
28	www.fefa.edu.rs Internet	27 words — < 1%
29	premiumsoft.rs Internet	24 words — < 1%
30	Andjelkovic, Zoran, and Marija Petrovic-Randjelovic. "The impact of the state on inflow and efficiency on foreign direct investment", Ekonomika preduzeca, 2011. Crossref	21 words — < 1%
31	cnf.sttu.ac.ir Internet	20 words — < 1%
32	www.csfb.co.jp Internet	20 words — < 1%
33	0025-8555, 2006 Publications	19 words — < 1%
34	Kontic, Ljiljana, and Jovan Kontic. "Change management in bank M&A", Bankarstvo, 2014. Crossref	18 words — < 1%
35	www.mycity-military.com Internet	18 words — < 1%
36	0353-8648, 2008 Publications	18 words — < 1%
37	www.blc.edu.ba Internet	18 words — < 1%

38	scindeks-clanci.ceon.rs Internet	18 words — < 1%
39	www.emins.org Internet	18 words — < 1%
40	www.singipedia.singidunum.ac.rs Internet	17 words — < 1%
41	Mešanović, Mersiha; Ćebić, Admir and Abadžić, Amra. "UTICAJ POTROŠAČA NA RAZVOJ INOVACIJA SA CILJEM STVARANJA KONKURENTSKE PREDNOSTI VELIKIH PREDUZEĆA", Business Consultant / Poslovni Konsultant, 2015. Publications	17 words — < 1%
42	www.hrt.hr Internet	16 words — < 1%
43	0013-3264, 2005 Publications	16 words — < 1%
44	issuu.com Internet	16 words — < 1%
45	www.ian.org.rs Internet	16 words — < 1%
46	www.sef.rs Internet	16 words — < 1%
47	-fitness-ads-to-encourage-you Internet	16 words — < 1%
48	www.slideshare.net Internet	16 words — < 1%
49	www-dse.ec.unipi.it Internet	15 words — < 1%
50	Tomasevic, Stevan, Dragana Drinic, and Nikolina Krneta. "The aims of transfer prices	15 words — < 1%

51	monopolist.com Internet	15 words — < 1%
52	economice.ulbsibiu.ro Internet	14 words — < 1%
53	nardus.mpn.gov.rs Internet	14 words — < 1%
54	depot.ceon.pl Internet	13 words — < 1%
55	zverko.rs Internet	13 words — < 1%
56	e2010.drustvo-termicara.com Internet	12 words — < 1%
57	Balsic, Smiljana. "Macroeconomic aspects of international trade", Ekonomija teorija i praksa, 2014. Crossref	12 words — < 1%
58	www.nspm.rs Internet	12 words — < 1%
59	etheses.whiterose.ac.uk Internet	12 words — < 1%
60	Bazic, Milojko, and Nedjo Danilovic. "Draft scientific concept of the research project", Megatrend revija, 2015. Crossref	11 words — < 1%
61	www.sydney.org.au Internet	10 words — < 1%
62	irispublic.worldbank.org Internet	10 words — < 1%
63	adudspace.adu.edu.tr:8080 Internet	10 words — < 1%

64	musikwirtschaftsforschung.wordpress.com Internet	10 words — < 1%
65	readgur.com Internet	9 words — < 1%
66	domovinskirat.info Internet	9 words — < 1%
67	www.gov.me Internet	9 words — < 1%
68	seminarski.in.rs Internet	9 words — < 1%
69	www.pregled.rs Internet	9 words — < 1%
70	0350-2953, 2003 Publications	9 words — < 1%
71	tomajuda.blog.hr Internet	9 words — < 1%
72	www.suinfo.co.yu Internet	9 words — < 1%
73	akter.co.rs Internet	9 words — < 1%
74	0038-0318, 2004 Publications	9 words — < 1%
75	anale.steconomiceuoradea.ro Internet	9 words — < 1%
76	Fauzel, Sheereen Seetanah, Boopen Sannasee, R.V.. "Productivity spillovers of FDI in the manufacturing sector of Mauritius. Evidence from a dynamic fra", Journal of Developing Areas, Spring 2015 Issue Publications	9 words — < 1%
77	www.ekonomist.co.yu Internet	8 words — < 1%

78	www.poreskisavjetnik.ba Internet	8 words — < 1%
79	0350-0373, 2006 Publications	8 words — < 1%
80	www.researchgate.net Internet	8 words — < 1%
81	www.rasip.fer.hr Internet	8 words — < 1%
82	www.undp.org.yu Internet	8 words — < 1%
83	www.bravacasa.rs Internet	8 words — < 1%
84	www.telekom.rs Internet	8 words — < 1%
85	najdoktor.com Internet	8 words — < 1%
86	www.mpiew-jena.mpg.de Internet	8 words — < 1%
87	www.panoeconomicus.rs Internet	8 words — < 1%
88	www.srpskadijaspora.info Internet	8 words — < 1%
89	www.hitmusicfm.rs Internet	8 words — < 1%
90	Acimovic, Slobodan, and Veljko Mijuskovic. "The flowcasting concept as a strategic retail tool: Perspective of Serbia", <i>Ekonomika preduzeca</i> , 2011. Crossref	8 words — < 1%
91	docslide.net Internet	8 words — < 1%

92	Trklja, Radmila, Boban Dasic, and Milan Trklja. "The budget of the republic of Serbia: Review of income and expensess", Ekonomski signali, 2015. Crossref	8 words — < 1%
93	e-lib.efst.hr Internet	8 words — < 1%
94	Mihović, Radmila. "Podsticajne mjere za privlačenje stranih direktnih investicija -- unaprijedjuju ili smanjuju konkurentnost zemlje?", Entrepreneurial Economy/14516659, 20061230 Publications	8 words — < 1%
95	0013-3264, 2004 Publications	8 words — < 1%
96	stripvesti.com Internet	8 words — < 1%
97	Tornjanski, Vesna, Dejan Petrovic, and Milan Milanovic. "The effects of IT and open innovation strategies on innovation and financial performances in the banking sector", Bankarstvo, 2016. Crossref	8 words — < 1%
98	www.entrepreneur.com Internet	8 words — < 1%
99	www.drumtidam.hr Internet	8 words — < 1%
100	0013-3264, 2006 Publications	8 words — < 1%
101	Valentina Timcenko. "Modeling of mobility in urban environment", 2011 19thTelecommunications Forum (TELFOR) Proceedings of Papers, 11/2011 Crossref	8 words — < 1%
102	www.ekapija.com Internet	8 words — < 1%

103	0353-7919, 2002 Publications	8 words — < 1%
104	Rakonjac-Antic, Tatjana. "Management of key pension plan risks from the user aspects", Marketing, 2013. Crossref	8 words — < 1%
105	Stojadinovic-Jovanovic, Sandra, Milena Jaksic, and Violeta Todorovic. "FDI: Source of financing or source of trade for CEE", Ekonomika preduzeca, 2015. Crossref	8 words — < 1%
106	0350-0373, 2005 Publications	8 words — < 1%
107	Subotić, Slobodan and Mitrović, Goran. "NEGATIVNE REFLEKSIJE GLOBALNE FINANSIJSKE KRIZE NA STRANE DIREKTNE INVESTICIJE U BOSNI I HERCEGOVINI", Business Consultant / Poslovni Konsultant, 2013. Publications	6 words — < 1%
108	Stanisic, Nenad. "Efekti medjunarodne monetarne integracije na inflaciju, privredni rast i tekuci bilans", Ekonomski horizonti, 2012. Crossref	6 words — < 1%
109	Salman, Asma. "EMPIRICAL ANALYSIS OF THE IMPACT OF FDI ON PAKISTAN'S CURRENT ACCOUNT BALANCE", International Journal of Organizational Innovation/19431813, 20091001 Publications	6 words — < 1%