



UTICAJ FISKALNE I MONETARNE POLITIKE NA EKSTERNU NERAVNOTEŽU U SRBIJI

Zoran Grubišić

BBA - Fakultet za bankarstvo, osiguranje i finansije, Srbija

✉ zoran.grubisic@bba.edu.rs

Marija Marčetić

Visoka poslovna škola strukovnih studija, Blace, Srbija

✉ marija.marcetic@vpskp.edu.rs

UDK
336.02+338.23:
336.74(497.11)
Pregledni rad

Apstrakt: Početak tranzicionog procesa generisao je velika očekivanja u pogledu rasta i razvoja, povećavajući apsorpciju koja se prenela na pogoršavanje tekućeg računa prema inostranstvu. Skoro sve tranzicione ekonomije beleže visoke deficite na tekućem računu koristeći inostranu štednju i zaduživanje za finansiranje domaće potrošnje, pa se može smatrati da su to i razlozi eksterne neravnoteže. Ipak, nakon svetske ekonomske krize i promena na tekućem računu, Srbija i dalje beleži više deficite tekućeg računa od drugih tranzicionih ekonomija u okruženju. U radu se istražuju uzroci visoke apsorpcije i deficita tekućeg računa, kao i uloga monetarne i fiskalne politike u održavanju eksterne neravnoteže u Srbiji.

Primljeno:
27.06.2012.
Prihvaćeno:
28.01.2013.

Ključne reči: tekući račun, SDI, fiskalni deficit, krediti, monetarna politika

Uvod

Deficiti na tekućem računu, za koje se prema ekonomskoj teoriji ne preporučuje finansiranje, javljaju se kada je neravnoteža uzrokovana prekomernom ekspanzijom agregatne tražnje i kada neravnoteža ima fundamentalan karakter. U studijama MMF-a (IMF, 2009) visoko na liniji realne apsorpcije, tj. povećane domaće tražnje kao glavnog razloga preteranog deficita tekućeg računa, nalaze se baltičke zemlje - Rumunija i Bugarska. Srbija se nalazi na vrhu piramide u grupi zemalja gde su Poljska, Makedonija, BiH, Hrvatska, Mađarska. Ipak, MMF-ov zaključak je da deficit tekućeg računa Srbije nije rezultat apsorpcionog buma, kao u gore navedenim zemljama, već rezultat šoka produktivnosti. Ovaj stav izgleda kontradiktoran sa primenjenim

merama na ograničenju tražnje u okviru poslednjeg *stand by* aranžmana (IMF, 2011) u koji je Srbija ušla. Kratkoročno, razlog savetovane politike bi se mogao naći u trenutnom zahtevu za korigovanjem rastućeg fiskalnog deficita u kratkom roku nakon naglog pada priliva kapitala usled svetske ekonomske krize. Fiskalni deficit se prema teoriji blizanačkog deficita preslikava na deficit tekućeg računa. Nakon iznošenja teoretskih i empirijskih nedoumica vezano za uzročno-posledičnu vezu blizanačkih deficita, ispituje se njihovo delovanje i postojanje u srpskom makroekonomskom modelu. S druge strane, monetarna politika je već dugi niz godina restriktivna u cilju održanja novčane mase pod kontrolom, kao i kontrolisanja ekspanzije kredita. Ekspanzija kreditne aktivnosti može pospešiti rast i proces konvergencije, ali u isto vreme ima negativne efekte na apresijaciju deviznog kursa, pojačana inflatorna delovanja usled rasta investicione i lične potrošnje, a sledstveno tome i na pogoršavanje tekućeg računa prema inostranstvu. U drugom delu rada, testira se direktna veza između povećane kreditne emisije i deficita na tekućem računu. Rezultat restriktivne monetarne politike predstavlja i realna apresijacija devizni kurs koja poskupljuje i destimuliše izvoz pogoršavajući trgovinski bilans. Restriktivna politika usmerena ka smanjenju agregatne tražnje daje rezultat sve dok indirektni efekat smanjenja agregatne tražnje ne rezultira smanjenjem domaće proizvodnje. U radu se sveobuhvatnom analizom definiše okvir fiskalne i monetarne politike u produbljivanju krize platnog bilansa. Nekoherentna makroekonomska politika može snositi odgovornost samo do izvesne granice. Naime, početak tranzicionog procesa generisao je velika očekivanja u pogledu rasta i razvoja. Sve tranzicione ekonomije beleže visoke deficite na tekućem računu koristeći stranu štednju kao izvor privrednog rasta, pa se može smatrati da su razlog istog promenjene fundamentalne makroekonomske okolnosti. Jedna od fundamentalnih odlika tranzicionog procesa je i nagli priliv SDI (strane direktne investicije), koje igraju bitnu ulogu u kreiranju i finansiranju eksterne neravnoteže.

1. Uloga SDI u kreiranju i finansiranju deficita na tekućem računu

Savremeno gledište na deficit u tekućem bilansu je da se posmatra kao diskrapencija kapitalnog bilansa, tj. tekući bilans se posmatra samo kao deo neuravnoteženosti kapitalnog bilansa. Glavna poluga ekonomskog razvoja u prethodnoj dekadi se zasnivala na privlačenju SDI (čiji se priliv evidentira u kapitalno-finansijskom računu). U periodu 2000-2011. godina, SDI su iznosile 14.617,1 mlrd. evra. Neto priliv SDI u 2011. godini iznosio je 1.826,9 mln. evra, portfolio investicija 1.619,1 mln. evra i ostale investicije 1.107,1 mln. evra. Dakle, priliv kapitala u predhodnim godinama se, pre svega, duguje stranim direktnim investicijama, trgovinskim kreditima, ali i zaduženju javnog sektora. U poređenju s prethodnom godinom, neto priliv SDI povećan je za oko 1 mlrd. evra, što je znatno manje nego u pretkriznim godinama. Sve slabiji

priliv kapitala, uz povlačenje depozita i neto razduživanje privrede i banaka, ukazuju na rastući problem finansiranja tekućeg deficita. SDI svakako utiču na rast uvoza, jer strani investitori uvoze opremu, sirovine, i slično da bi pokrenuli proces proizvodnje. Stoga je jasno da sa prestankom priliva SDI dolazi do značajnog smanjenja uvoza.

Nezavisno od obima SDI pozitivni efekti na rast, a samim tim i na tekući račun, takođe zavise od sektorske strukture SDI i njihove interakcije sa domaćim investicijama. Tokovi u primarni sektor bi mogli imati ograničena korisna prelivanja, jer obično podrazumevaju mega projekte koji retko koriste intermedijarna dobra domaće proizvodnje. SDI u proizvodnom sektoru, s druge strane, uglavnom imaju značajan uticaj na rast BDP-a zbog jačih veza između ovog sektora i ostatka ekonomije. Takođe SDI u sektoru usluga imaju ograničene efekte. Rastući deficit u Srbiji tokom prve decenije dvadesetprvog veka karakteriše visoko učešće komponenti finalne potrošnje i nedovoljno učešće investicija u osnovna sredstva. Procena je da je 1/3 SDI otišla u tercijalni sektor. Ekspanziju ostvaruju sektor saobraćaja i telekomunikacija, trgovine, finansijskih usluga. Upoređujući Srbiju sa zemljama u okruženju i sa EU prosekom primećuje se nepovoljna tehnološka struktura i svakako nisko učešće industrije u BDP (Srbija 22.1% BDP, Okruženje 31.1 % BDP u 2009.). Analiza marginalnog koeficijenta, kao i koeficijenta efikasnosti investicija pokazuju trend opadanja efikasnosti investicija u odnosu na početne godine tranzicije. Smanjenje efikasnosti ispoljava se u većem iznosu investicionih ulaganja neophodnim za ostvarenje prirasta BDP. Neznatan učinak SDI na udeo fiksnih investicija u BDP zajednički je za većinu tranzicionih zemlja. Veliki deo finansijskih sredstava dobijen od prodaje kapitalnog stoka strancima je otišao u potrošnju, a ne u kapitalnu formaciju. Na taj način je stvorena i negativna veza između SDI i tekućeg računa (Meninger, 2003), pa možemo reći da smo došli do posrednog uzroka visokog deficita na tekućem računu.

Za pozitivan efekat bitan je i motiv ulaska multinacionalnih kompanija na inostrano tržište. Trebalo bi očekivati pozitivne efekte na trgovinski bilans ukoliko je glavni cilj priliva SDI da iskoristi jeftinu radnu snagu u zemlji domaćinu i negativne ukoliko je cilj priliva SDI osvajanje novih tržišta. Takođe, ulazak multinacionalnih kompanija osim podizanja konkurentnosti može izazvati eliminaciju domaće konkurencije. Ukoliko se radi o monopolskoj multinacionalnoj kompaniji koja svoj profit iznosi iz matične zemlje situacija se pogoršava. Motiv prisustva takvih kompanija na tržištu može biti zaobilazanje carina, korišćenje transfernih cena zbog poreskog smanjenja i tada efekat eliminacije konkurencije dobija na intezitetu. Zemlja uvoznica kapitala mora da vodi računa da ne pruža previše poreskih olakšica stranim kompanijama jer tada dolazi do takozvanog efekta istiskivanja (*crowding out*) domaćih investicija. Prevelika konkurentna snaga multinacionalnih korporacija smanjuje sposobnost domaćih firmi za preduzimanje novih investicija.

2. Ispitivanje stepena korelacije blizanačkih deficita

U teoriji su česta sporenja i oko veličine delovanja korelacije blizanačkih deficita. Pravilo o kauzalitetu uvećanog fiskalnog deficita na povećanje deficita na tekućem računu je promovisano sa određenim izuzecima. U ovom segmentu rada nakon iznošenja teoretskih i empirijskih nedoumica vezano za uzročno-posledičnu vezu blizanačkih deficita, ispituje se njihovo delovanje i postojanje u srpskom makroekonomskom modelu.

Na početku treba pomenuti stavove koji svojim postojanjem spekuilišu o kauzalnoj vezi pomenutih deficita. Pravilo rikardijanske ekvivalencije kosi se stanovištem o korelaciji blizanačkih deficita. Kada vlada snizi poreze i poveća svoj deficit, potrošači očekuju da će kasnije biti suočeni sa većim porezima da bi isplatili državni dug koji će nastati. Očekujući to, oni povećavaju svoju ličnu štednju. I suprotno, vlade koje smanje državnu potrošnju utiču na privatni sektor da poveća potrošnju. Ipak, osporavanja rikardijanske ekvivalencije vezana su za sledeće zamerke: veza između sadašnjih deficita i budućih poreza nije predvidiva, ljudi su kratkovidi, međugeneracijski altruizam nije toliko značajan. Pravilo rikardijanske ekvivalencije sigurno neće naći mesto u logici prosečnog ekonomskog subjekta u Srbiji, pa u daljem tekstu neće biti istican kao kontraargument. Drugi pristup promoviše tezu da veći efekat na deficit na tekućem računu ima šok produktivnosti nego fiskalni deficit. U empirijskim analizama na primeru 21 zemlje OECD-a u periodu 1960-2003, (Bussiere, et al., 2005), šok produktivnosti ima veći efekat od fiskalnog deficita na deficit tekućeg računa za oko 10%.

Nekoliko razmatranih studija u daljem tekstu deteminišu promišljanje o blizanačkim deficitima. Jedna novija studija MMF-a (IMF, 2009) ispituje potencijalne implikacije tekućeg računa na permanentne fiskalne stimuluse, ne samo u kratkom roku, već i u dugom i srednjem roku. Zbog dinamike toka kapitala potrebno je i nekoliko dekada da bi se primetili efekti promena u fiskalnom deficitu. Ispitivanje je sprovedeno u adekvatnom fiskalno-monetarnom modelu. U ispitivanju se pretpostavlja da potrošači planiraju svoj budžet u veoma dugom vremenskom horizontu i po nekoliko stotina godina (ovaj fantastični vremenski okvir je zamišljen zbog mogućnosti ispunjenja rikardijanske ekvivalencije). Drugi uslov je da je kamatna stopa nepromenljiva veličina u dugom roku. Rezultati su pokazivali da permanentno povećanje fiskalnog deficita od 1% BDP-a, ako nije praćeno fiskalnim deficitom u ostatku sveta, vodi do pogoršavanja tekućeg računa od 0.5% u kratkom roku, i 0.75% u dugom roku za zemlje veličine SAD i 1% za male ekonomije.

Druga studija (Corsetti i Muller, 2005) u dvofaktorskom modelu sa dve ekonomije ukazuje na divergenciju između ova dva deficita, ali ne isključuje njihovu zajednički cikličnu dinamiku. U transmisiji budžetskog deficita glavna determinanta je otvorenost ekonomije i perzistentnost fiskalnih šokova. Za dato

ponavljanje fiskalnog šoka, što je zatvorenija ekonomija i duži vremenski period veći je efekat istiskivanja privatnih investicija, kao i pogoršanje tekućeg računa. Takođe, odgovor spoljne trgovine u zatvorenim ekonomijama ima tendenciju da bude slabiji na šokove pojačane potrošnje. Ključni razlog je u većem padu investicija u zatvorenim ekonomijama.

Na primeru SAD u VAR modelu, za fleksibilni devizni kurs, autori studije Kim i Rubini (2007) takođe dolaze do divergentnih rezultata pripisujući transmisionu efekte fiskalnog deficita na deficit tekućeg računa konjunktornom ciklusu. Štaviše, empirijski rezultati su pokazali da budžetski deficit poboljšava deficit tekućeg računa i depresira devizni kurs u kratkom roku. Ovi rezultati su suprotni svim teoretskim modelima. Detaljnija analiza ukazuje da su poboljšanja u tekućem računu rezultat delom rikardijanskog odgovora privatne štednje, padom domaćih investicija (ovaj efekat istiskivanja je verovatno rezultat povećanja kamatne stope), dok je realna depresijacija rezultat nominalne depresijacije. Deficit tekućeg računa je više rezultat šoka na strani autputa, dakle izazvan je šokom produktivnosti.

Republika Srbija, iako u dužem periodu ostvaruje fiskalni deficit, prvi put je 2009. prešla granicu propisanu po maastrichtskim kriterijumima za nivo fiskalnog deficita (3% BDP). Fiskalni deficit u 2010. nastavlja tendenciju iz prethodne godine sa ostvarenim deficitom od 4,6%. Dakle, nakon stabilizovanja javnih finansija i ostvarivanja suficita u 2004. i 2005. godini dolazi do rasta deficita konsolidovanog sektora države u periodu 2005-2011 godina. Učešće deficita u BDP povećalo se sa 1,9% u 2006. godini, na 5,7 u 2011. Suficite u 2004. i 2005. godini treba posmatrati i u sklopu odnosa sa MMF-om. Srbija je od početka tranzicije do februara 2006. godine imala na snazi sporazume sa MMF-om koji su zahtevali striktno pridržavanje istih. Usled potreba za konsolidacijom fiskalne politike Srbija je u periodu do 2005. godine vodila relativno odgovornu fiskalnu politiku, što je rezultiralo u značajnom popravljaju fiskalnog rezultata. Relativno visok deficit u 2009. godini je rezultat pada prihoda usled recisionih tendencija i predimenzioniranih rashoda (naročito u segmentu rashoda na penzije), dok je tendencija kretanja deficit tekućeg računa u tom periodu suprotna. Najveći deo pomenutog fiskalnog deficita finansiran je zaduživanjem, emisijom zapisa trezora na domaćem finansijskom tržištu i shodno tome može se zaključiti da je najveći deo fiskalnog deficita preliven u javni dug.

Srbija je pre krize, u periodu 2006. godine do sredine 2008. godine, vodila procikličnu fiskalnu politiku, što znači da je u dobrim vremenima kada su poreski prihodi bili iznad proseka pravila fiskalni deficit i značajne privatizacione prihode trošila za njegovo pokrivanje (Bašić, 2007). Samim tim, može se konstantovati da je dobar deo prihoda od privatizacije neutralisan kroz državnu potrošnju. U prostom intertemporalnom modelu fiskalna ekspanzija koja nije nastala smanjenjem poreza već povećanim trošenjem vlade umanjuje resurse kojim privatni sektor može da inicira eksterni deficit. U Mundell-

Flemingovom modelu ekspanzivna fiskalna politika podiže raspoloživi dohodak i unutrašnju tražnju i dolazi do apresijacije deviznog kursa, koji utiče na negativni trgovinski saldo. Direktnu vezu između deficita tekućeg računa i fiskalnog deficita tražimo iz poznate relacije koja je nastala preračunavanjem osnovne makroekonomske relacije:

$$TB = Sp - I - (G - T)$$

Treba imati na umu da je ova prethodna relacija identitet koji može biti prihvaćen samo sa validnim privrednim modelom. Podaci koji su nam potrebni za određenje veze između „blizanačkih” deficita su podaci o računu štednje i investicija (S-I). Poslužićemo se i podacima o državnoj štednji i fiskalnom deficitu ($G - T$) i ostvarenom deficitu tekućeg računa (TB).

Tabela 1: Veza fiskalnog deficita i deficita tekućeg računa

| | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|-----|-------|------|-------|-------|-------|------|------|-------|
| S-I | -12,1 | -8,7 | -10,2 | -16,0 | -21,4 | -7,1 | -7,2 | -7,6 |
| G-T | 0,8 | 0,9 | -1,9 | -2 | -2,5 | -4,5 | -4,8 | -5,7 |
| TB | -13,8 | -8,8 | -10,1 | -17,7 | -21,6 | -7,2 | -7,6 | -11,0 |

Izvor: U fomuli su korišćeni podaci NBS (fiskalni deficit) i MMF-a (S-I), Republic of Serbia: Seventh Review and Inflation Consultation Under the Stand-By Arrangement, Series: Country Report No. 11/311

Budžet nije u deficitu 2004. i 2005. godine, pa je samim tim nemoguća tvrdnja o postojanju blizanačkih deficita. Deficit tekućeg računa pokazuje značajan rast sve do 2009. i nastupa krize, dok fiskalni deficit tek tada eskalira. Vezu ne možemo smatrati kauzalnom i uzrok nije samo fiskalni deficit jer niska domaća štednja ima odlučujuću ulogu u kreiranju deficita. Deficit tekućeg bilansa koji je rezultat niske domaće štednje, ima manje izgleda da bude održiv od onog koji je rezultat visoke stope domaćih investicija. Indirektnu vezu između deficita na fiskalnom i tekućem računu pronalazimo na sledeći način - fiskalna ekspanzija je otežavala držanje inflacije pod kontrolom i to je uticalo na smanjivanje konkurentnosti privrede, destimulisanje izvoza i na rast deficita na tekućem računu.

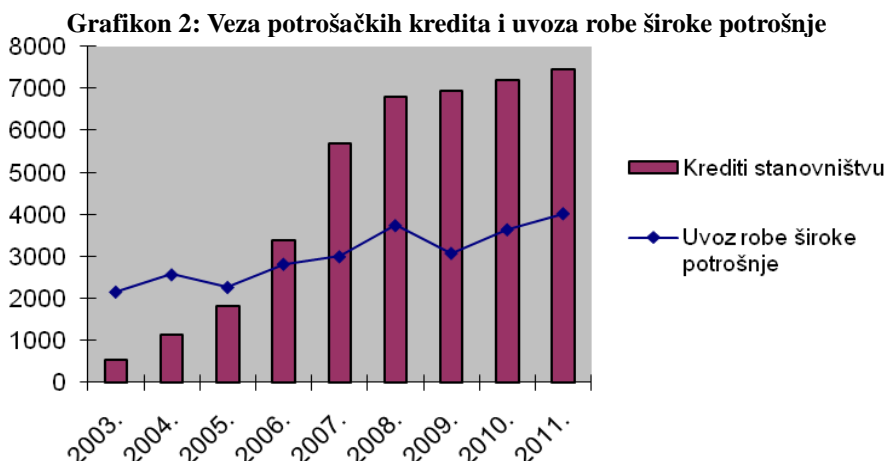
Srbija je u režimu fleksibilnog kursa (od početka 2006. godine), pa efekat fiskalne ekspanzije ima veći nominalni nego realni značaj. Kod zemalja u razvoju uvećanje fiskalne ekspanzije od 1% uvećava BDP od 0,79%, ostalo se prelijeva na uvoz i potrošnju. Ukoliko zemlja ima visok spoljni dug, zbog straha kreditora, efekat multiplikacije se takođe smanjuje. Učešće javnih investicija izraženo u procentu od BDP-a u Srbiji je među najnižima u regionu (osim

Mađarske i Hrvatske). Ostvareni procenat javnih investicija u Srbiji je na nezadovoljavajućem nivou imajući u vidu prihode od privatizacije. Postojeća struktura javnih rashoda ne obezbeđuje održiv privredni rast u dugom roku. Još jedan loš pokazatelj kompozicije javnih rashoda je učešće kapitalnih rashoda koje je smanjeno sa 8,7% u period 2005-2008. godina na 7,4% u 2009. godini. Javne investicije imaju značajniji uticaj na porast proizvodnje u zemljama u razvoju nego u razvijenim privredama. Kod zemalja u razvoju porast javnih investicija od 1% dovodi do porasta proizvodnje od 0,6% u prvom kvartalu, a na srednji rok taj porast iznosi oko 1%. Pravilo je da tranzicione zemlje i zemlje u razvoju treba da stimulišu privrednu aktivnost preko povećanja javnih investicija, a ne tekuće javne potrošnje. Dakle, prilagođavanje treba ostvariti preko rekompozicije javnih izdataka. S obzirom da su glavne komponente javne potrošnje zarade i penzije, to prilagođavanje čini težim. Srbija je jedan od rekordera po visini učešća rashoda za zaposlene prema BDP-u među zemljama Centralne i Jugoistočne Evrope. U periodu 2001-2008. godina ostvaren je dinamičan rast neto zarada (13,7%). Godišnji rast zarada je znatno brži od rasta BDP-a (5,4%) i rasta produktivnosti (6,0%). Stopa rasta neto zarada u peiodu 2009-2011. godina beleži neznatnih 0,3%. Poznato je da kada ekonomija raste, radnici očekuju povećanje budućih prihoda i kao rezultat povećavaju sadašnju potrošnju. (Tobin, 1967; Farrell, 1970; Summers, 1981). Delujući kao komponenta agregatne tražnje, masa zarada u javnom sektoru je rasla brže od rasta agregatne ponude, što je izazvalo neravnotežu. Iako masa zarada u javnom sektoru čini oko 20% ukupne vrednosti uvoza, može se konstatovati da je u određenoj meri uticala na kretanje uvoza kroz direktan uticaj na uvoz potrošnih dobara i kroz stvaranje osnove za rast kreditne aktivnosti i kroz apresijaciju dinara (Ilić, 2010). Ograničenje ovakvog trenda kao i smanjenje administracije je već dogovoreno u okviru kreditnog aranžmana sa MMF-om (*stand by* aranžman 2009.).

3. Ekspanzija potrošačkih kredita i uticaj na uvoz

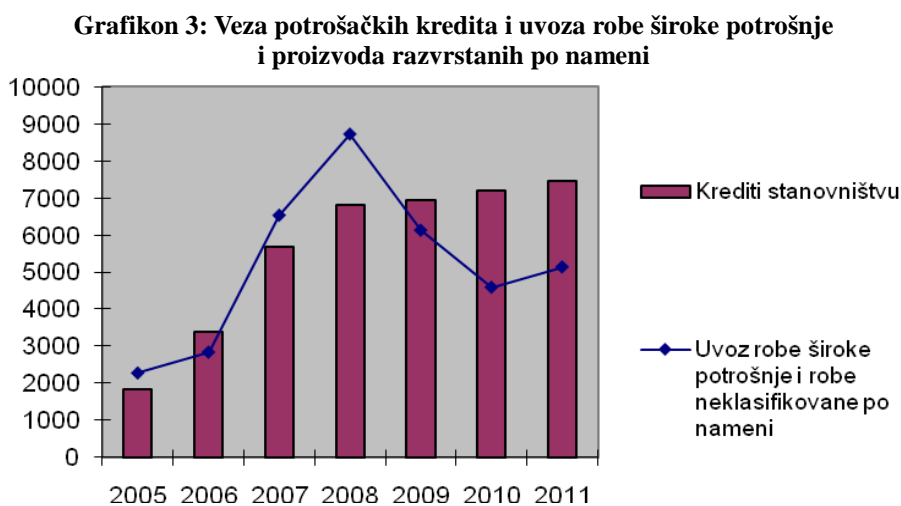
Ekspanzija kreditne aktivnosti može pospešiti rast i proces konvergencije, ali u isto vreme ima negativne efekte na apresijaciju deviznog kursa, pojačana inflatorna delovanja usled rasta investicione i lične potrošnje, a sledstveno tome i na pogoršanje tekućeg računa prema inostranstvu. Pojačana emisija kredita takođe može dovesti do bankarske i finansijske krize. Prema empirijskoj studiji Demirguc-Kunt i Detragiache (1997), rast inicijalne vrednosti kredita za 10% povećaće verovatnoću pojave finansijske krize za 5,5%. Rezultati istraživanja koja je sproveo MMF (2004) pokazuju da je kod 75-80% ekonomija kreditni rast bio povezan sa pojavom bankarske i valutne krize. Za ovo istraživanje bitna je veza između rasta kredita i kretanja potrošnje. Najnovija empirijska istraživanja (Coricelli, Masten i Masten, 2004), su pokazala korelaciju između dinamike promene kredita i kretanja potrošnje. Ovaj trend bi trebalo uporediti sa podacima u Srbiji, nadovežujući se na podatak da je elastičnost tražnje za

kreditima niska, verovatno zbog niske likvidnosti u privredi. Uticaj kredita na platni bilans prostim poređenjem vremenske serije uvoza robe široke potrošnje i kredita stanovništvu nije pokazala podudarnost.



Izvor: Autorski prikaz podacima Narodne banke Srbije

Adekvatna veza nije nađena ni između potrošačkih kredita i uvoza robe široke potrošnje. Učešće uvoza robe široke potrošnje u ukupnom uvozu je relativno stabilno tako da se ne može zaključiti da se pod uticajem kredita bitnije menja struktura uvoza i da su krediti osnovni generator rasta uvoza. U sledećoj analizi se mogu videti proizvodi razvrstani po nameni.



Izvor: Autorski prikaz prema podacima NBS

Stepen povezanosti kredita i uvoza potrošne robe zajedno sa proizvodima razvrstanih po nameni pokazuje vezu koja može biti od značaja. Krediti pokazuju stabilan rast, ali uvoz reaguje na kontrakciju ekonomske aktivnosti u 2009. Samim tim, dolazimo do zaključka da je veza između rasta uvoza široke potrošnje i drugih ekonomskih varijabli jača od uticaja rasta kredita stanovništvu. Treba razmotriti efekat kredita na inflaciju i indirektno na tekući račun. Scenario može biti sledeći: visok rast kredita privatnom sektoru dovodi do značajnog rasta domaće tražnje. To izazva pogoršanje već visokog deficita tekućeg računa, i verovatno povećava pritisak na inflaciju. NBS reaguje povećanjem kamatnih stopa i verovatno ograničavanjem rasta kredita: dolazi do potiskivanja privatnog sektora od strane države i usporavanja njegovog rasta. Rast kamatnih stopa podstiče apresijaciju dinara, što će dodatno pogoršati deficit tekućeg računa. Ipak, istraživanja pokazuju da je priroda inflacije u Srbiji inercijska, tj. autonomna je u odnosu na strane kredite privredi. Štaviše, zaključak je da krediti imaju antiinflacioni uticaj (Vuković, V., 2008). Procena je da je kreditni rast u Srbiji delom ima dimenziju razvoja jer su mnogi investitori zbog averzije prema riziku prešli sa direktnog na kreditno finansiranje. Učešće kredita privrede čini oko 25%, a stanovništva 14% BDP-a, što znači ukupno učešće kredita Srbije u BDP-u oko 40% BDP. Realan rast kredita od 2003. do 2009. u Srbiji je bio oko 33% godišnje, od toga u sektoru privrede oko 17%, a kod stanovništva 49%. U poređenju sa zemljama Evropske unije i većinom zemalja Centralne i Istočne Evrope, učešće kredita u bruto domaćem proizvodu Srbije je niže nego u Bugarskoj (60%BDP), Hrvatskoj (49%BDP) (Sorsa et al. 2007). Kreditni rast može biti posledica potrebe obezbeđenja sredstava za finansiranje investicija i obrtnog kapitala. Ovakav kreditni rast nije opasan po makroekonomsku stabilnost, već naprotiv pomaže rast i razvoj, produktivnost i izvoz.

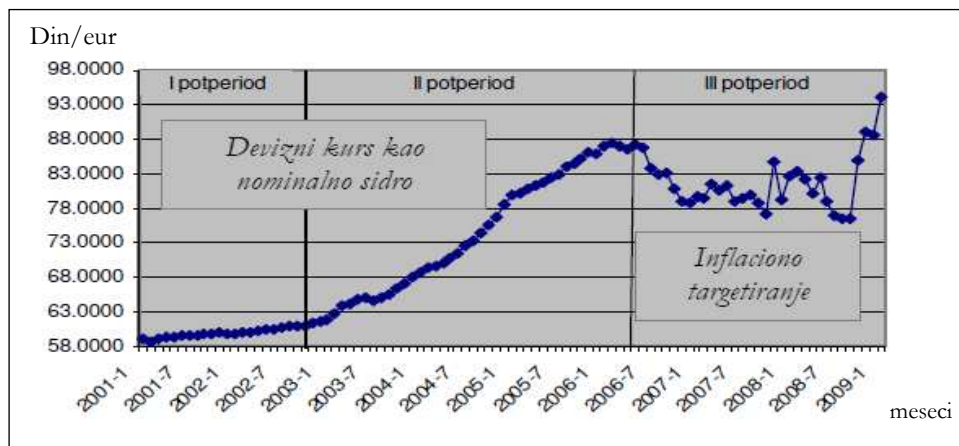
4. Monetarni uzroci eksterne neravnoteže

Identifikujući primenjene režime deviznog kursa sa odgovarajućim nominalnim sidrom nismo utvrdili bitnu korelaciju sa deficitom tekućeg računa. Rastući deficit na tekućem računu nije reagovao na promenjene okvire monetarnog režima. Od uvođenja konvencionalnog fiksnog pariteta do kraja trećeg monetarnog perioda i upravljanog fluktuiranja, rast deficita tekućeg (a posebno trgovinskog) bilansa, ostaje na visokom nivou.

Promene nominalnog sidra 2006. godine, nisu zaustavile takav trend. Monetarni režimi su razlog deficita u meri u kojoj su i razlog apresiranog deviznog kursa. Naime, NBS postiže inflaciono targetiranje delovanjem na devizni kurs, što nije optimalno rešenje jer u tom slučaju ne postoji slobodno fluktuiranje. Ukoliko dođe do preliivanja depresijacije deviznog kursa na cene, NBS reaguje ili putem smanjenja agregatne tražnje ili podizanjem repo kamatne

stope čime se privlači portfolio kapital i tako utiče na apresijaciju deviznog kursa. I ostale tranzicione ekonomije sa problemom deficita tekućeg računa imaju različita rešenja po pitanju monetarnih režima i deviznog kursa.

Grafikon 4: Identifikovani potperiodi kombinacije režima deviznog kursa i monetarne politike u Srbiji u periodu 2001:1-2009:01



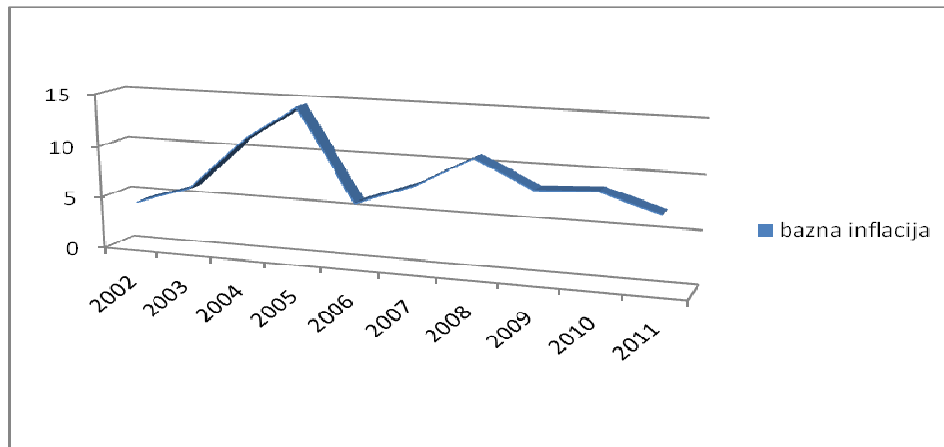
Izvor: Pučar, E., (2010) Upravljanje fluktuiranje deviznog kursa u režimu inflacionog targetiranja u tranzicionim ekonomijama sa osvrtom na Srbiju, Ekonomski fakultet Subotica.

Ostalo je da se analizira uticaj inflacije kao monetarnog fenomena na platni bilans. Nedvosmisleno je poznata pozitivna korelacija između inflacije i povećanja deficita tekućeg računa - inflacija utiče na povećanje tražnje prema stranim proizvodima. Do takvog efekta će doći ukoliko postoji supstitutivna proizvodnja uvoznih proizvoda. Ali u našem slučaju niskog uvoznog elasticiteta, efekat je sasvim drugačiji. Svaki višak agregatne tražnje nad ponudom stvara inflacioni jaz koji se ispoljava u obliku rasta cena. To dovodi do toga da u jednoj zemlji cene rastu brže nego u drugoj, te se ta zemlja suočava sa platnobilansnim teškoćama. Do diskrapence u tekućem računu zbog monetarnih uzroka, tj. inflacije došlo je tokom 2005. i 2008.

Prema grafikonu inflacija dostiže dva vrha, 2005. i 2008. Nagli uspon inflacije 2005. godine možemo da povežemo sa jakim prilivom stranog kapitala i deficitom tekućeg računa koji je izazvao destabilizaciju. Rast primarnog novca u odsustvu adekvatne sterilizacije izazvao je inflatorni pritisak. Porast neto devizne aktive Narodne Banke Srbije dovodi do kreiranja primarnog novca, a taj efekat se zatim monetarnom multiplikacijom prenosi i na ostale monetarne agregate, koji se povećavaju brže od rasta tražnje za novcem. To podstiče inflatorne pritiske i porast inflacije. Sterilizacija, ipak, ne daje uvek željene rezultate. Iako su centralne vlasti bile u stanju da svojim merama sterilišu oko

81% mesečnih promena neto devizne aktive, sterilizacija primarnog novca nije potpuna, tako da je došlo do većeg rasta primarnog novca, a preko monetarne multiplikacije i do većeg rasta novčane mase. Centralna banka nije uspeła da značajnije utiče na smanjenje neto domaće aktive i na taj način spreči monetarnu ekspanziju, koja je za posledicu imala ubrzanje inflacije (Palić 2005). Rešenje za ovaj problem je trebalo tražiti u kapitalnim kontrolama. U toku 2005. i 2008. godine Srbija beleži najveće stope inflacije u okruženju. Naime, jedan od uslova da bi se inflacija smatrala glavnim krivcem diskrapence platnog bilansa je da je stopa domaće inflacije viša nego u inostranstvu, što se poklapa sa realnošću srpske privrede u tom trenutku. Najopasnija je zona kombinacije inflacije i deficita tekućeg računa jer je na dugi rok ova kombinacija unutrašnje i spoljašnje neravnoteže neodrživa.

Grafikon 5: Bazna inflacija u periodu 2002-2011. godina



Izvor: Autorski prikaz prema podacima Narodne banke Srbije

Monetarna politika u proteklih deset godina tranzicije nije bila uspešna u ostvarivanju stabilnosti cena kao glavnog cilja monetarne politike. Srbija je u svim godinama proteklog tranzicionog perioda imala visoku inflaciju, čak i u 2009. godini (6,6%) kada su postojali snažni deflacioni pritisci zbog smanjene tražnje. Stopa inflacije u Srbiji u svim godinama bila je iznad nivoa u sličnim zemljama.

Tabela 5: Inflacija u zemljama u okruženju, kraj perioda 2008, %

| Srbija | Crna Gora | BIH | Makedonija | Hrvatska | Bugarska | Rumunija | Mađarska |
|--------|-----------|-----|------------|----------|----------|----------|----------|
| 8.6 | 7.2 | 3.8 | 4.1 | 2.8 | 7.2 | 6.3 | 3.5 |

Izvor: IMF, WEO, 2009.

5. Uzrok povećane apsorpcije: apresirani realni devizni kurs

Tokom desetogodišnjeg tranzicionog procesa devizni kurs nije formiran dominantno na bazi tržišnih zakona i nije slobodno fluktuirao. Apresijacija deviznog kursa traje od početka tranzicionog procesa a uzroci su velikim delom fundamentalnog karaktera. Na apresijaciju je uticala priroda tranzicionog procesa i rast produktivnosti (Josifidis, Beker i Supić, 2009). Tome možemo dodati priliv SDI, ekspanzivnu fiskalnu politiku, restriktivnu monetarnu politiku. NBS je intervenisala na deviznom tržištu svaki put kad je procenila da je ugrožena finansijska stabilnost tržišta. Pored repo kamatne stope koristila je stopu obavezne rezerve i intervencije na deviznom tržištu. U uslovima ekspanzivne fiskalne politike i umereno restriktivne monetarne politike devizni kurs nije bio realan. Da bi konačno došli do dugo traženog zaključka da li je apresirani kurs direktni krivac za eksternu neravnotežu u prethodnom periodu ili, drugim rečima, da li bi depresijacija deviznog kursa optimalno uticala na smanjenje takvog balansa potrebno je ispitati ispunjenosti Maršal-Lernerove teoreme, tj. ispitati elasticitete srpskog izvoza i uvoza, Odgovor zavisi kako od *a priori* suda, tako i od empirijske određenosti. Da bi se trgovinski račun poboljšao vrednost izvoza u domaćoj valuti mora premašiti procenat realne depresijacije, što će biti slučaj ako je elastičnost izvoza veća od jedinice. Ukoliko elasticiteti nisu veliki, relativno drastične devalvacije su neophodne da bi se korigovali mali trgovinski deficiti. Ukoliko se oslonimo na studiju NBS (Zdravković i Tasić, 2008), izvoz više reaguje na promene u svetskoj tražnji nego na depresijaciju realnog deviznog kursa (5% deprecijacije), dok je uvoz neelastičan na promene realnog deviznog kursa. Alternativne varijante vezane za depresijaciju realnog deviznog kursa (Malović, 2008) predlažu 30% smanjenje vrednosti. Logika ovakvog predloga je da malim zemljama sa niskim kredibilitetom monetarnih vlasti i bogatom istorijom devalvacija ne bi koristile bojažljive devalvacije usled kreiranja očekivanja budućih devalvacija. (Krugman, 2010). Takođe M-L uslov pretpostavlja, naslanjajući se na prethodno, da je devalvacija uspešna ukoliko je vrednost proizvodnje veća od vrednosti ukupne tražnje ili apsorpcije. Podsećamo na egzistirajući proizvodni gap Srbije, a nije moguće u kratkom roku usmeriti apsorpciju sa uvoznih na domaće proizvode, čime bi devalvacija pogoršala internu ravnotežu poskupljujući uvoz. Izvoz po pravilu nije rastuća veličina ni dohodka ni pojeftinjenja u stranoj valuti ukoliko izvozni kapacitet privrede i njena konkurentnost na svetskom tržištu ne može da odgovori zahtevima kupaca i sl. Zemlje koje u svom izvoznom višku polaze od primarnih proizvoda, koje se u uvoznom delu susreću sa neelastičnim uvozom imaju preduslov da devalvacija ne odigra ulogu koja se od nje očekuje. U literaturi prevladuje mišljenje da svaki procenat devalvacije „vuče“ 0.3-0.4% inflacije. *Trade-off* u Srbiji je niska inflacija, a ne smanjenje deficita na tekućem računu. Ponuda novca, pored uticaja na potrošnju ima veliki uticaj na proizvodnju jer povećanje kamatnih

stopa u kratkom roku može naneti veliki štete zbog ograničenog samofinansiranja privrede. Ako se doda da ponuda inputa ima uvozni karakter, poskupljenje uvoza zbog devalvacije ima dodatni troškovni pritisak. Troškovi depresijacije su veliki i usled visoke evroizacije, usled čega bi došlo do povećanja dugova već opterećene privrede. Problem deficita možemo sagledati i iz ugla nedovoljnog i nepovoljno diverzifikovanosti izvoza, niske cenovne konkurentnosti, strukturnih poteškoća privrede.

Zaključak

Eksterna neravnoteža u Srbiji je najvećim delom rezultat neodgovarajuće makroekonomske politike. Prociklična fiskalna politika tokom celog tranzicionog procesa uticala je na znatno smanjenje resursa i efekat istiskivanja domaćih privatnih investicija. Ovakav Kejnzijski model oživljavanja privrede nije preporučen Srbiji od strane MMF-a. Bilo kakav pokušaj daljeg „stimulisanja“ privrede ne bi bio održiv u trenutnom makroekonomskom ambijentu. U narednom periodu za percepciju rizika zemlje ključno će biti vođenje odgovorne fiskalne politike i politike javnog duga. Odstupanje od smanjenja budžetskog deficit, kao i dalji rast javnog duga mogli bi uticati na jačanje inflacije, rast premije rizika zemlje i rast agregatne tražnje. S druge strane, restriktivna politika koja ima za zadatak smanjenje agregatne tražnje imaće efekta sve dok je direktni efekat smanjenja uvoza zbog restrikcije tražnje veći od indirektnog podsticaja povećanju uvoza do čega dolazi usled smanjenja domaće proizvodnje. S tim u vezi, nakon ograničenja apsorpcije u kratkom roku, neophodan uslov daljeg razvoja je povećanje novostorene vrednosti. Na dugi rok, potrebno je smanjiti proizvodni gep koji ne pokazuje značajne oscilacije tokom godina (postoje jasne indikacije da je deficit tekućeg računa rezultat šoka produktivnosti, pre nego rastuće apsorpcije).

Očigledno, eksterna neravnoteža je nezavisna od primenjenog režima deviznog kursa i monetarne politike, ukazujući na činjenicu da je ista strukturni problem. Identifikujući primenjene režime deviznog kursa sa odgovarajućim nominalnim sidrom nismo utvrdili bitnu korelaciju sa deficitom tekućeg računa. Indikator deficita nije reagovao na promenjene okvire monetarnog režima. Nemoć monetarne politike je naglašena usled „izvornog greha“, visoke evroizacije, ali i usled snažnih fundamentalnih procesa neravnoteže. Indetifikovani su monetarni uzroci neravnoteže na tekućem računu prvenstveno kroz inflaciju tražnje, ali su oni samo manifestacija endogenih poremećaja.

Pronađena je korelacija između dinamike promene kredita i kretanja potrošnje. Stepen povezanosti kredita i uvoza potrošne robe zajedno sa proizvodima razvrstanim po nameni pokazuje vezu koja može biti od značaja. Krediti pokazuju stabilan rast, ali uvoz reaguje na kontrakciju ekonomske aktivnosti u 2009. Samim tim, dolazi se do zaključka da je veza između rasta uvoza široke potrošnje i drugih ekonomskih varijabli jača od uticaja rasta kredita stanovništvu. Učinak apresijacije je relativiziran uzimajući u obzir nepotpunost Maršal-Lernerovog kriterijuma elasticiteta. Problem deficita može se sagledati i iz ugla nedovoljno diverzifikovanog izvoza, niske cenovne konkurentnosti, kao i strukturnih poteškoća privrede. Devizni kurs je samo refleksija čitave ekonomije.

Literatura

- Bašić, T. (2007) Fiscal challenges in Serbia today - what to do With Privatization Receipts, *NBSRP*.
- Bussiere, M. et al., (2005) *Productivity shocks, budget deficits and the current account*, European central bank, WP no. 509
- Vuković, V. (2008) Strani krediti –ekspanzija i implikacije, *Institut ekonomskih nauka*.
- Coricelli, F., Masten, A., Masten, I. (2004) *Credit and growth in transition countries*. University of Siena
- Corsetti, G., Muller, G. (2005) Twin deficits: squaring theory, evidence and common sense, *European University Institute, University of Rome III and CEPR, Goethe University Frankfurt*
- Grubišić, Z., Đukić, M., Redžepagić, S. (2010) The Principle of Impossible Trinity: Does it Count for Serbia during the Pre-crisis and Post-crisis Period?, *Influence of Global Economic Crisis on CEE Region: Possible Way Out*. Kosice: Technical University of Kosice, Faculty of Economics, 161-170.
- Grubišić, Z., Fabris, N., Galić, J. (2011) Nove tendencije u monetarnoj politici. *Zbornik radova sa druge međunarodne naučne konferencije: Ekonomija integracija*. Tuzla: Ekonomski fakultet Univerziteta u Tuzli, 241-252.
- Ilić, A. (2010) Zarade u javnom sektoru u Srbiji i njihov uticaj na makro stabilnost i međunarodnu konkurentnost zemlje. Srpski ekonomski forum.
- IMF. (2004) Are credit booms in emerging markets a concern? *IMF World Economic Outlook April 2004*.
- IMF. (2009) *Regional economic outlook: Europe, October, 2009*, 52-53.
- IMF. (2011) *Republic of Serbia: Seventh Review and Inflation Consultation Under the Stand-By Arrangement, Series: Country Report No. 11/311*, September 16.
- Josifidis, K., Beker, E., Supić, N. (2009) Real exchange rate appreciation in etransition economies. Novi Sad: Faculty of Economics – Subotica.
- Kimb, S., Roubini, N. (2007) *Twin deficit or twin divergence? fiscal policy, current account, and real exchange rate in the US*. Department of Economics Stern School of Business Korea University, New York University.

- Kumhof, M., Laxton, D. (2009) Fiscal deficits and current account deficits. IMF/W/09/237
- Malović, M. (2008) On Balance of Payments Crisis in Serbia: If it ain't broken, why fixing it might still be a good idea. *Economic Analysis*, 41 (1-2).
- Mencinger, J. (2003) Does foreign direct investments always enhance economic growth? *Kyklos*, 56 (4): 491-508.
- Marčetić, M. (2011) Uticaj trgovinske liberalizacije na platni bilans Srbije. *Međunarodna konferencija ES-NBE*. Kosovska Mitrovica: Ekonomski fakultet.
- Mencinger, J. (2007) Direct and indirect effects of FDI on current account. EIPF and University of Ljubljana.
- Palić, M. (2005) Delotvornost povlačenja primarnog novca – rezultati empirijske analize. NBS.
- Palić, M. (2007) Analiza kreditne aktivnosti u Srbiji – trend ili kreditni bum. *Radni papiri*. NBS, Sektor za istraživanja.
- Pučar, E. (2010) *Upravljanje fluktuiranje deviznog kursa u režimu inflacionog targetiranja u tranzicionim ekonomijama sa osvrtom na Srbiju*. Ekonomski fakultet Subotica.
- Republički zavod za razvoj (2009) *Izveštaj o razvoju Srbije*.
- Zdravkovic, M., Tasić, N. (2008) Osetljivost srpskog izvoza i uvoza na promene deviznog kursa u dugom roku, *NBS, Radni papiri*.

INFLUENCE OF FISCAL AND MONETARY POLICY ON EXTERNAL IMBALANCE IN SERBIA

Abstract: The beginning of the transition process has generated great expectations regarding the growth and development, increasing the absorption, which is reflected through deterioration of current account. Almost all transitional economies record high current account deficits using foreign savings and borrowing for financing domestic consumption and this is the reason for external imbalance. But after the global economic crisis and the current account reversal Serbia still has higher current account deficits comparing to other countries in the region. This paper examines the reasons for high absorption and current account deficit and the role of monetary and fiscal policy in maintaining external imbalance in Serbia.

Keywords: current account, absorption, FDI, fiscal deficit, loans, monetary policy