Pavle Petrović
Ekonomski fakultet
Univerzitet u Beogradu

PRIVREDNI RAST SRBIJE NAKON KRIZE: NETO IZVOZ, KONKURENTNOST I KONTROLA JAVNE POTROŠNJE

Post-crisis Growth in Serbia: Export, Competitiveness
and Public Expenditure Containment

Sažetak

Budući održivi rast privrede Srbije mora da se bazira na rastu (neto) izvoza i većem učešću domaće štednje u finansiranju investicija. Ekonometrijska analiza determinanti izvoza, uvoza i rezultirajućeg neto izvoza data u ovom radu pokazuje da i u Srbiji, nasuprot dominantnom mišljenju u dvehiljaditim, devizni kurs ima značajnu ulogu. Dalje se pokazuje da je, nakon (snagom privrede) neopravdanog rasta vrednosti dinara tokom 2005. do septembra 2008. godine, došlo tokom krize do njegovog pada na srednjoročno održivi nivo. Srbija je, komparativno posmatrano, jedna od retkih tranzicionih privreda koja je padom vrednosti domaće valute povratila međunarodnu konkurentnost i tako postavila dobru osnovu za brzi rast (neto) izvoza. Drugo uporište rasta (neto) izvoza jeste rast BDP-a, a iza toga u osnovi stoje strukturne reforme na strani ponude koje treba da povećaju proizvodnju razmenjivih dobara. U radu se takođe pokazuje da rast tekuće javne potrošnje treba već sada usporiti kako bi se povećala domaća (državna) štednja i tako povećale javne investicije u infrastrukturu.

Ključne reči: *izvozna funkcija, jedinični troškovi rada, fiskalni multiplikatori*

Abstract

Sustainable post-crisis economic growth in Serbia should be driven by increase in net export and domestic savings. Econometric estimates of export, import and net export functions, presented in this paper point to decisive role of real exchange rate and GDP growth. Moreover it has been shown that, contrary to most other transition economies, Serbia has regained its foreign competitiveness as a consequence of sharp depreciation of dinar during the crisis. Second pillar of net export increase – the GDP growth should be driven by supply side structural reforms. Paper also demonstrates that increase in current public expenditure has negligible effect on economic activity, and advocates its relative decrease thus giving the space for increase in public savings and investment.

Key words: *export function, unit labor costs, fiscal multipliers*

Uvod

Model privrednog rasta u značajnom broju evropskih tranzicionih zemalja tokom 2000-ih baziran na domaćoj potrošnji i prilivima stranog kapitala – pokazao se neodrživim i nepoželjnim. Poređenje evropskih tranzicionih privreda sa zemljama u razvoju (*emerging markets*) u Aziji to dobro ilustruje¹. U pretkriznom periodu 2000–2008, tranzicione privrede (koje prati Evropska banka za obnovu i razvoj), posmatrane zajedno, rasle su isto tako brzo kao i odgovarajuće azijske privrede – prosečno oko 7% godišnje. To je znatno bolje od ostvarenog rasta u Latinskoj Americi. Međutim, razlika između brzorastućih privreda u Evropi i Aziji nastaje kada se posmatra spoljni deficit. Evropske tranzicione privrede su ostvarile visok rast uz veliki deficit (spoljnog) tekućeg računa, dok su uporedive azijske privrede isti rast ostvarile sa suficitom tekućeg računa. To znači da se prva grupa zemalja oslanjala na stranu štednju za finansiranje svog privrednog rasta, a druga na domaću štednju. Posledice ova dva obrasca rasta postale su jasne sa udarom svetske ekonomske krize tokom 2009. godine. Pad proizvodnje je u evropskim tranzicionim privredama iznosio oko 10%, dok je u uporedivim zemljama Azije pad bio upola manji – oko 5%. Prethodno potvrđuje da – preveliko oslanjanje na stranu štednju i odgovarajući priliv kapitala dovodi do velikih ciklusa u priv-

¹ Vidi: Transition Report 2010, EBRD, kao i prezentaciju Izveštaja glavnog ekonomiste EBRD-a Erika Berglofa: Recovery and Reform, ebrd.com/transitionreport.

redi, tj. do snažnog rasta a potom velikog pada proizvodnje kada dođe do iznenadnog zaustavljanja priliva kapitala i njegovog „bekstva“. Stoga je ovaj obrazac rasta koji se bazira na prekomernom spoljnom deficitu i rezultirajućem visokom prilivu kapitala *nepoželjan*.

Ovaj model rasta je i *neodrživ* jer ne obezbeđuje siguran i stabilan privredni rast na duži rok. Naime, nedavna analiza dugoročnog kretanja ponude i tražnje kapitala na svetskom nivou² ukazuje da se tridesetogodišnji period obilno raspoloživog i stoga sve jeftinijeg kapitala bliži kraju, i da će u sledeće dve decenije kapital biti znatno oskudniji i skuplji. Rezultirajuće podizanje dugoročnih kamatnih stopa može da smanji svetski privredni rast čak za 1 procentni poen. Pri tom će veće smanjenje rasta od ovog proseka imati privrede s visokim deficitom (spoljnog) tekućeg računa jer će veliki priliv stranog kapitala ubuduće znatno skuplje plaćati. Stoga će zemlje koje žele da obezbede značajniji privredni rast morati da se okrenu domaćoj štednji.

Privredni rast u evropskim tranzicionim zemljama koje su se prvenstveno oslanjale na stranu štednju i domaću potrošnju – kao što su to činile privrede Jugoslovene Evrope i baltičke privrede – moraće ubuduće da se oslanja na veći izvoz i značajniji udeo domaće štednje u finansiranju investicija. Srbija sa ogromnim spoljnim deficitom tokom 2000-ih svakako to mora činiti. U svom programu za snažniji i sigurniji rast tranzicione Evrope EBRD (2010), kao odgovor na gore iznete probleme, takođe u prvi plan stavlja rast izvoza.

Ovaj rad se stoga bavi prvo makroekonometrijskom analizom kretanja izvoza, uvoza i rezultirajućeg spoljnotrgovinskog deficita tokom 2000-ih u Srbiji. Rezultati treba da pruže indikaciju o mogućem budućem rastu ovih veličina, a naročito o rastu neto izvoza (smanjenju trgovinskog deficita) kao osnovnom pokretaču stabilnog i sigurnog srednjoročnog privrednog rasta. Spoljna konkurentnost privrede, koja je rezultat kretanja plata, produktivnosti rada i realnog (korigovanog za inflaciju) kursa domaće valute izdvaja se u Izveštaju o tranziciji EBRD-a (2010) kao važan ali dobrim delom iscrpljen faktor rasta izvoza

u tranzicionim zemljama. Stoga će se u ovom radu takođe ispitati kakva je pozicija Srbije u pogledu spoljne konkurentnosti imajući pre svega u vidu značajnu depresijaciju dinara tokom tekuće krize.

Najzad, ograničavanjem rasta domaće potrošnje i rezultirajućim rastom štednje, kao drugim uporištem budućeg rasta, bavićemo se razmatrajući poseban segment potrošnje tekuću javnu potrošnju. U osnovi, pitanje je da li tekuća javna potrošnja već sada treba da uspori rast i otvori prostor za neophodan porast državne štednje i investicija u infrastrukturu, ili pak da se poveća dok je privreda još u krizi i tako stimuliše privrednu aktivnost. Ovaj drugi stav može da dobije snažno političko uporište u predizornoj (2011) i izornoj (2012.) godini, što je dodatna motivacija da se njegove posledice kvantitativno analiziraju.

Makroekonomske determinante izvoza, uvoza i trgovinskog deficita Srbije u 2000-im

Izveštaj o tranziciji EBRD-a (2010) pokazuje da su tranzicione privrede Evrope ostvarile impresivan rast izvoza od 2000. do 2008. godine, i da se učešće njihovog izvoza u svetskom izvozu skoro udvostručilo – sa 5% na nešto ispod 10%. Ovo je rezultat koji je tek nešto slabiji od onog koji je u istom periodu ostvarila Kina. Druga strana medalje jeste ta da su se iscrpli efekti činilaca koji su doveli do snažnog rasta izvoza tranzicionih privreda u 2000-im.

Srbija je sa zakasnelom tranzicijom, propustila deo snažnog rasta izvoza početkom 2000-ih, i kao što pokazuje Grafikon 1³ pridružila se tek 2004. tranzicionim privredama sa brzorastućim izvozom. Važna napomena jeste ta da je ovaj visok rast izvoza Srbija ostvarivala polazeći od veoma niskog nivoa.

S druge strane, uvoz je sve vreme snažno rastao u Srbiji (Grafikon 2)⁴ i kako je njegov početni nivo bio oko dva puta veći od izvoza, njihova razlika, tj. trgovinski deficit se značajno povećavao (neto izvoz se smanjivao). Grafikon 3 odražava prethodno kretanje prikazujući pokri-

² R. Dobbs and M. Spence: *Farewell to Cheap Capital?, The implications of long-term shifts in global investment and saving*, McKinsey Global Institute, December, 2010.

³ Detaljno o korišćenim podacima vidi u: Pavle Petrović and Mirjana Gligorić: „Exchange Rate and Trade Balance: J-curve Effect“ *PANOECONOMICUS*, 2010, no. 1, pp. 23–41“.

⁴ Ogroman porast uvoza u decembru 2004. ('vrh') i potom snažan njegov pad u januaru 2005. rezultat su anticipiranog uvođenja PDV januara 2005. godine.

venost uvoza izvozom (količnik izvoz/uvoz). Njegov pad u drugoj polovini 2000-ih ukazuje na pogoršanje trgovinskog deficita.

Grafikon 1 Izvoz Srbije

Grafikon 2 Uvoz Srbije

Grafikon 3 Pokrivenost uvoza izvozom

Potencijalne makroekonomske determinante izvoza i uvoza jesu realni (korigovan za inflaciju) devizni kurs i obim proizvodnje (BDP). Njihovo kretanje je prikazano na Grafikonima 4 i 5.

Grafikon 4 Realni devizni kurs dinara

Grafikon 5 Bruto domaći proizvod⁵

Tokom 2000-ih u Srbiji su se vodile velike rasprave o uticaju kursa dinara na spoljnotrgovinski deficit, odnosno rasta njegove (realne) vrednosti na pogoršavanje trgovinskog deficita. Dominantno mišljenje, naročito kod tada odgovornih za ekonomsku politiku, bilo je da kurs dinara praktično ne utiče na spoljni deficit, a sigurno ne na obim izvoza. Stoga su naše prve ekonometrijske ocene – zaključno sa 2004. godinom⁶ koje su upućivale na zavisnosti spoljnotrgovinskog deficita od kretanja vrednosti dinara – dočekane sa velikim osporavanjem⁷. Naravno, ovakav negativan stav je pre svega bio značajan zbog implikacija koji je imao na tadašnju ekonomsku politiku a ne zbog akademske rasprave.

Dominantno mišljenje u ekonomsko-političkim krugovima o tome da kurs dinara nema uticaja na veličinu

⁵ Kvartalne podatke BDP-a koje objavljuje RZS smo određenom statističkom procedurom preveli na mesečne. Vidi: Petrović, P i M. Gligorić, (2010).

⁶ Vidi: M. Arsić, Z. Mladenović, A. Nojković i P. Petrović: *Makroekonometrijsko modeliranje privrede Srbije*, CES Mecon, Beograd, 2005.

⁷ Intervjui i izjave u štampi glavnih kreatora ekonomske politike nakon izlaska naše knjige, februara 2005, kao i deo izlaganja na okruglom stolu naučnog društva ekonomista, marta 2005, objavljenih u posebnom izdanju *Ekonomskih analiza*, april, 2005.

izvoza zadržao se i u drugoj polovini 2000-ih. Deo argumenta može da se nađe u prethodnim Grafikonima 1 i 4, koji respektivno daju kretanje izvoza i realnog deviznog kursa. Naročito je ubedljiv period od 2005. do početka krize, tj. avgusta 2008, kada Srbija istovremeno beleži snažan rast izvoza i porast vrednosti dinara. Jednostavna korelacija između njih bi tada sugerirala paradoksalan zaključak da rast vrednosti dinara stimuliše izvoz. Kako je to ipak unekoliko ekstremno stanovište, uočeni istovremeni rast izvoza i vrednosti dinara pre upućuje na to da „iza scene“ na izvoz utiče još neki činilac koji dovodi do prikazanog neočekivanog zajedničkog kretanja.

Rast proizvodnje (BDP), prikazan na Grafikonu 5 nudi moguće objašnjenje. Naime, rast BDP-a se naglo povećava od 2004. godine, dakle u isto vreme kada i izvoz počinje ubrzano da raste. Stoga je moguće da je značajan rast proizvodnje sa strane ponude stimulisao izvozu ekspanziju, te da je kretanje izvoza određeno kako rastom BDP-a tako i kretanjem kursa dinara. Ova hipoteza se i potvrdila kada smo ocenili odgovarajuću izvozu funkciju u periodu 2004. – avgust 2008. godina⁸:

Izvozna funkcija:

$$X = -0,76 \cdot REER + 5,46 \cdot BDP-a$$

Uzorak: mesečni podaci januar 2004. – avgust 2008.

X je izvoz, a REER realni efektivni kurs; sve su promenljive logaritmovane.

Kointegraciona veza.

Ocenjena izvozna funkcija je ekonometrijski gledano solidna – ona predstavlja kointegracionu zavisnost između tri posmatrane (nestacionarne) promenljive. Kako su korišćene promenljive logaritmovane, dobijeni koeficijenti pokazuju relativne promene, tj. predstavljaju elastičnosti.

Znak ocenjenih koeficijenta je u skladu sa očekivanjima u pogledu uticaja kursa dinara i rasta proizvodnje na kretanje izvoza. Negativan koeficijent uz realni kurs (-0,76) kaže da realna (korigovana za inflaciju) apresijacija dinara (povećanje REER) dovodi do pada izvoza: 1% porasta realne vrednosti dinara dovelo bi do pada izvoza za 0,76%. Ispostavlja se takođe da je rast proizvodnje (BDP-a) snažno uticao na povećanje izvoza – ocenjeni elasti-

sticitet je pozitivan i visok (5,46). Dakle izvoz u Srbiji ipak zavisi od kursa kako to ekonomska teorija i predviđa, a ta veza se jasno dobija kada se uvede i rast proizvodnje kao dodatne važne determinante kretanja izvoza. Sledi da ocenjena zavisnost sugerira da je ekspanzija izvoza od 2004. do izbijanja krize 2008. rezultat visokog rasta proizvodnje, ali i da je ta ekspanzija kočena rastom (realne) vrednosti dinara. Napomenimo da kada se u uzorak uključi i početak 2000-ih, sa nižim stopama rasta BDP-a, gore izneta izvozna funkcija više ne važi⁹.

Efekat rasta proizvodnje na izvoz ide preko rasta ponude. Nakon inicijalnih reformi početkom 2000-ih (makro stabilizacije, fiskalne reforme, privatizacije, reforme bankarskog sistema), a potom i značajnog priliva stranog kapitala, proizvodnja je počela značajno da raste i tako omogućila brzi rast izvoza. S druge strane ovaj podsticaj izvozu Srbije sa strane ponude nailazi na povoljno okruženje koje su za izvoz imale tranzicione zemlje Evrope. Već je ukazano na to da je ova grupa zemalja tokom 2000-ih ostvarila snažan rast izvoza, a da se Srbija pridružuje tom trendu od 2004. godine. Povoljno okruženje za izvoz tranzicionih zemalja, koje je omogućilo i (zakasnelu) ekspanziju izvoza Srbije, uključuje relativno niske carine na izvoznim tržištima, solidan privredni rast glavnih trgovinskih partnera i niske troškove rada tih zemalja u odnosu na razvijene zemlje – glavna izvozna tržišta.¹⁰ Gledano unapred, EBRD (2010) ocenjuje da se povoljan efekat ovih faktora uglavnom iscrpeo: carine su već niske, očekuje se sporiji rast velikih trgovinskih partnera, a troškovi rada su osetno povećani uglavnom zbog znatnog (realnog) rasta vrednosti valuta u tranzicionim zemljama. Snažna realna apresijacija dinara zaključno sa letom 2008. (vidi Grafikon 4) takođe je dovela do znatnog pada konkurentnosti privrede Srbije i, kao što pokazuje ocenjena izvozna funkcija, do izvesnog kočenja rasta izvoza. Srbija, međutim, beleži i veliku depresijaciju dinara tokom krize 2009–2010, te je moguće da je za razliku od većine drugih tranzicionih privreda povratila svoju međunarodnu konkurentnost. Ovo je upravo predmet analize sledeće sekcije.

⁹ Analiza i ocene koje uključuju i početak 2000-ih date su u radu Pavle Petrović and Mirjana Gligorić: „Exchange Rate and Trade Balance: J-curve Effect“ PANOECONOMICUS, 2010, Vol.1, pp. 23–41.

¹⁰ Vidi EBRD, Izveštaj o tranziciji, 2010. i Erik Berglof: Recovery and Reform, ebrd.com/transitionreport.

⁸ Ove izloženi rezultati baziraju se na istraživanju autora, zajedno sa A. Nojković i M. Gligorić, koje je još u toku,.

Uticaj rasta vrednosti dinara na povećanje uvoza Srbije tokom 2000-ih bio je manje kontroverzan. Ekonometrijske ocene zaključno sa 2004. su već ukazale na prethodnu zavisnost.¹¹ Osim cene (kurs dinara), na uvoznju tražnju utiče i dohodak (BDP), pa je ocenjena sledeća uvozna funkcija za privredu Srbije:

Uvozna funkcija:

$$M = 0,71 \cdot REER + 2,06 \cdot BDP$$

Uzorak: mesečni podaci januar 2004. – avgust 2008.

M je uvoz, a REER realni efektivni kurs; sve su promenljive logaritmovane.

Kointegraciona veza.

I ovde je dobijena dobra ekonometrijska (kointegraciona) zavisnost, a ocenjeni elasticiteti su očekivanog znaka. Tako (realni) rast vrednosti dinara (povećanje REER) za 1% treba da dovede do porasta uvoza za 0.71%, dok porast BDP za 1% povećava uvoz za 2.06%. Efekat rasta BDP-a na uvoz sada ide preko porasta ukupne domaće tražnje. Veći BDP znači da su i njegovi elementi (potrošnja, investicije, javna potrošnja) veći te da se deo tog povećanja prevlađuje na uvoz.

Na početku ovog rada je izneta ocena EBRD-a (2010) o tome da je glavni nedostatak privrednog rasta u tranzicionoj Evropi u odnosu na uporedive privrede Azije bio taj što se on oslanjao na relativno visoke spoljne deficite. Ovo posebno važi za baltičke zemlje i Jugoistočnu Evropu, a u potonjoj grupe se naročito ističe Srbija. Uzrok velikih deficita (spoljnog) tekućeg računa kod tih privreda jeste ogroman trgovinski deficit, tj. znatno veći uvoz od izvoza. Naime, ni prethodno iznet veoma visok rast izvoza tranzicionih privreda koje prati EBRD, nije bio dovoljan da eliminiše deficite tekućeg računa, što znači da je povećanje uvoza bilo još veće.

Stoga je relevantno posmatrati kretanje trgovinskog deficita (odnosno neto izvoza) i činioce koji to kretanje determinišu. Naime, privredni rast baziran na povećanju neto izvoza treba da obezbedi neophodno rebalansiranje privreda koje su prethodno ostvarivale velike deficite (spoljnog) tekućeg računa, čime bi ovaj rast postao održiv i stabilan.

Kretanje trgovinskog deficita, odnosno neto izvoza,

aproksimiraćemo promenama pokrivenosti uvoza izvozom. Ovaj količnik (izvoz/uvoz) kada se logaritmuje, što činimo sa svim promenljivim, daje sledeću razliku: $(X - M)$, čije kretanje će se modelirati. Porast ove razlike označava rast pokrivenosti uvoza izvozom, a time i smanjenje trgovinskog deficita, odnosno povećanje neto izvoza. Činioci koji opredeljuju kretanje pokrivenosti uvoza izvozom, su naravno isti oni koji pojedinačno utiču na kretanje izvoza i uvoza.

Stoga je ocenjena sledeća jednačina za 'neto izvoz' $(X - M)$:

$$X - M = -1,48 \cdot REER + 3,49 \cdot BDP$$

Uzorak: mesečni podaci januar 2004 – avgust 2008.

X je izvoz, M uvoz, a REER realni efektivni kurs; sve su promenljive logaritmovane.

Kointegraciona veza.

Ocenjena jednačina za „neto izvoz“ je ekonometrijski posmatrano dobra (kointegraciona zavisnost). Dobijeni koeficijenti su približno jednaki onim koji bi se dobili oduzimanjem ocenjene uvozne funkcije (M) od izvozne (X), tj. $X - M: -0,76 - 0,71 = -1,47$, i $5,46 - 2,06 = 3,40$. Ovo daje dodatno podršku pouzdanosti dobijenih ocena.

Ocenjeni koeficijent (elasticitet) uz kurs (-1,48) ima očekivani znak: rast (realne) vrednosti dinara (povećanje REER) dovodi do smanjenja neto izvoza, odnosno povećanja trgovinskog deficita. Preciznije ocenjena jednačina tvrdi da realna apresijacija dinara od 1% vodi padu pokrivenosti uvoza izvozom za 1,48%. Naravno, ovaj efekat rasta vrednosti dinara na pokrivenost ide po dva kanala: preko rezultirajućeg pada izvoza (-0,76), i odgovarajućeg rasta uvoza (0,71), kao što to prethodno ocenjena izvozna i uvozna funkcija pokazuju.

Za razliku od kursa, rast BDP-a deluje na povećanje i izvoza i uvoza, ali kako je njegov ocenjen efekat na izvoz (5,46) veći nego na uvoz (2,06) – to rast BDP-a treba da dovede do rasta neto izvoza. Tako se dobija da 1% porasta BDP-a povećava pokrivenost uvoza izvozom za 3,49%.

Prethodne ekonometrijske ocene treba uzeti tek kao generalni okvir za postkrizni period u Srbiji, a ne kao veličine koje će se ponoviti. Tako ove ocene, ukazujući na važnost rasta BDP-a za povećanje neto izvoza, zapravo ukazuju na neophodnost strukturnih reformi koje bi na strani ponude stimulisale rast proizvodnje a preko njega

¹¹ Vidi M. Arsić, Z. Mladenović, A. Nojković i P. Petrović: *Makroekonometrijsko modeliranje privrede Srbije*, CES Mecon, Beograd, 2005.

i izvoz. Ovde takođe spadaju i reforme koje EBRD (2010) predlaže da bi se stvorio ambijent stimulativan za izvoz – u slučaju Srbije to je smanjenje korupcije i poboljšanje izvoznih procedura.¹²

Kurs dinara, koji se u prethodnim ocenama pojavljuje kao značajna determinanta izvoza i uvoza predstavljaće, u kombinaciji sa rastom plata i produktivnosti takođe važan činiac rasta neto izvoza nakon krize. Izveštaj EBRD-a (2010) takođe ovo iznosi kao važan činiac rasta izvoza u tranzicionim privredama, ocenjujući ipak da je on u dobroj meri iscrpljen tokom 2000-ih. Kakva je u tom pogledu pozicija Srbije razmotriće se u sledećoj sekciji.

Konkurentnost privrede Srbije: Kretanje deviznog kursa, plata i jediničnih troškova rada¹³

Konkurentnost privrede, u užem smislu, može se meriti kretanjem troškova osnovnog nerazmenjivog dobra – radne snage. Naime najveći deo ostalih troškova čine razmenjiva dobra i privrede koje međusobno konkurišu kupuju ih po manje više sličnim cenama. Stoga osnovna razlika u troš-

kovima između privreda nastaje zbog razlika u troškovima radne snage.

Jedinični troškovi rada, tj. troškovi rada po jedinici proizvodnje, predstavljaju uobičajenu meru konkurentnosti u užem smislu. Izraženi u domaćoj valuti oni su rezultat kretanja realnih (korigovanih za inflaciju) plata i produktivnosti rada: brži rast prosečne plate od produktivnosti rada dovodi do povećanja jediničnih troškova rada i tako do pada konkurentnosti privrede. Za privredu je, međutim, važnije međunarodno poređenje, tj. koliki su njeni jedinični troškovi rada izraženi u stranoj valuti, npr. u evrima. Tako u sliku ulazi i kretanje deviznog kursa i pokazuje se da na kretanje evro-jediničnih troškova rada, pored plata i produktivnosti rada utiče i realni devizni kurs.

Ove jedinične troškove rada je koristio i EBRD (2010) kada je ukazao da je njihov rast tokom 2001–2008. značajno smanjio razliku između dela tranzicionih i razvijenih privreda. U ovom delu detaljnije se ispituje kretanje jediničnih troškova rada u Srbiji, posebno uključivanjem kriznih godina: 2009. i 2010. koje obeležava zaokret ka značajnoj depresijaciji dinara. Kretanja u Srbiji se porede sa onim u tranzicionim zemljama, gde su takođe uključene najnovije ocene koje obuhvataju period krize (2009. i prva polovina 2010), a time i efekat eventualnih promena vrednosti realnog kursa.

12 Vidi: EBRD (2010) i prezentaciju rada njenog glavnog ekonomiste Erika Berglofa: *Recovery and Reform*, ebrd.com/transitionreport.

13 Ovaj odeljak je rezultat zajedničkog istraživanja sa D. Brčerevićem, rađenog za Kvartalni monitor (QM).

Grafikon 6 Kurs dinara prema evru: nominalni i realni

Srbija: 2005–2010.

Relevantan period za analizu u Srbiji počinje 2005. godine, jer od tada kreće snažan priliv stranog kapitala koji dovodi do velikog povećanja vrednosti dinara i do neodrživo velikog (spoljnog) deficita tekućeg računa¹⁴. Sličan proces značajnog priliva kapitala i apresijacije domaćih valuta se u istom periodu odvijao i u mnogim tranzicionim privredama. Ovaj trend je prekinula svetska kriza u drugoj polovini 2008. pa nadalje. Stoga ćemo kao ad hoc reper za srednjoročno održivi realni kurs dinara, kao i prihvatljivi nivo međunarodne konkurentnosti privrede uzeti 2005, to jest godinu koja prethodi snažnom rastu vrednosti dinara.

Mesečno kretanje nominalnog i realnog kursa dinara, (nominalni kurs korigovan za razliku inflacije u Srbiji i evrozoni) prikazano je na Grafikonu 6. Podaci jasno ukazuju na trend naglog porasta realne (tj. korigovane za inflaciju) vrednosti dinara od početka 2006. pa do septembra 2008. godine (pad na Grafikonu 6 pokazuje apresijaciju). Tako je dinar septembra 2008. realno (korigovano za inflaciju) vredeo 35% više nego u 2005. godini.

Nakon udara krize, realna vrednost dinara naglo pada, za 16% od oktobra 2008. do februara 2009. (rast na

Grafikonu 6 pokazuje ovu depresijaciju). Najzad, dinar dodatno gubi skoro 1,5% realne vrednosti u 2010. godini. Međutim, uprkos ovolikom padu vrednosti dinara tokom krize, on je još uvek realno (korigovan za inflaciju) za 16% jači u odnosu na 2005, tj. pre nego što je počela njegova snažna apresijacija. Stoga, posmatrajući samo realni kurs dinara moglo bi se tvrditi da je dinar još uvek precenjen. Za konačnu ocenu, međutim, pored realnog kursa treba posmatrati i promenu plata i produktivnosti rada, što sve zajedno daje evro-jedinične troškove rada. Tek njihovo poređenje tokom vremena pokazuje da li se kurs dinar vratio na održivi nivo.

Kao što je ranije izneto, najveća nerazmenjiva komponenta troškova proizvodnje su troškovi rada, tj. plate. Kada ih merimo u evrima, one mogu biti dodatna indikacija promene međunarodne konkurentnosti domaće privrede. Na Grafikonu 7 je prikazano kretanje realnih (korigovanih za inflaciju u evrozoni) i nominalnih neto plata u evrima u proteklih pet godina.¹⁵ Vidimo da je vrlo visok rast plata u evrima zaustavljen u drugoj polovini 2008, zatim su one smanjene za oko 15% i sada su na nivou koji je sličan onom iz avgusta 2007. godine.

¹⁴ Vidi: Kvaratalni monitor (QM), odgovarajući brojevi.

¹⁵ Budući da je RZS promenio metodologiju računanja prosečnih zarada, podaci od pre 2008. su korigovani za 10%.

Grafikon 7. Srbija: kretanje prosečnih nominalnih i realnih neto zarada u evrima, 2005–2010

Izvor: QM na osnovu podataka RZS i NBS

Realne plate izražene u evrima su u periodu 2005–2008. imale prosečan međugodišnji rast od čak 23% koji je, većim delom, bio posledica apresijacije dinara a ne rasta produktivnosti. Rast vrednosti dinara je, dakle, u tom periodu značajno povećao troškove radne snage i smanjio konkurentnost domaće privrede.

Sa depresijacijom dinara od kraja 2008. i posledičnim smanjenjem zarada u evrima, prosečan godišnji realni rast zarada u evrima u periodu 2005–2010. se znatno smanjio, na 9%, čime se približio prosečnom godišnjem rastu produktivnosti u istom periodu (rastu proizvodnje uz pad zaposlenosti). Ovako umanjeni realni rast plata u evrima nam daje prvu indikaciju da je smanjenje vrednosti dinara u protekle dve godine bilo dovoljno za korekciju troškova rada do nivoa kojim je vraćena izgubljena konkurentnost privrede od 2005. godine.

Pouzdaniji i detaljniji pregled zajedničkog kretanja: plata, zaposlenosti, proizvodnje i kursa daju nam jedinični troškovi rada (JTR) koji su prikazani na Grafikonu 8.¹⁶ JTR predstavljaju učešće ukupnih troškova radne snage u ostvarenoj proizvodnji. Kada ih merimo u evrima, daju nam najpozdaniju najpozdaniju ocenu promene cenovne konkurentnosti domaće privrede, jer uključuju promene svih ključnih veličina: realnih plata, produktivnosti i real-

nog kursa dinara. JTR posmatramo u privredi (iz koje smo isključili državu i poljoprivredu) i u prerađivačkoj industriji koja proizvodi najveći deo razmenjivih proizvoda.¹⁷

Kretanje evro-JTR na Grafikonu 8 nam potvrđuje da je domaća privreda u periodu 2005–septembar 2008. znatno pogoršala svoju međunarodnu konkurentnost: evro-JTR su u odnosu na 2004. porasli za 28% u privredi i za 26% u prerađivačkoj industriji. Takođe na istom Grafikonu 8 možemo uočiti da je osnovni razlog za gubitak konkurentnosti u tom periodu bilo upravo prekomerno jačanje dinara, budući da su JTR u dinarima sve vreme bili u blagom padu.

Nakon udara krize dinar je znatnodepresirao, što je dovelo i do pada njegove realne (korigovane za inflaciju) vrednosti (vidi Grafikon 6). Kao rezultat toga značajno su se smanjili i jedinični troškovi rada izraženi u evrima (Grafikon 8). Oni su se u poslednjem kvartalu 2010. spustili na praktično nivo poslednjeg kvartala 2005. Sledi da su, zajedno posmatrano, vrednost dinara, produktivnost rada i realne plate, nakon depresijacije tokom krize ponovo na nivou perioda pre nagle apresijacije dinara. Iz ovog ugla posmatrano – Srbija je povratila svoju cenovnu međunarodnu konkurentnost.

17 Vrednost evro-JTR za privredu i prerađivačku industriju izračunavamo preko dve različite metodologije, čime povećavamo pouzdanost nalaza. Vidi: *Kvartalni monitor (QM)*, odeljak 2 „Privredna aktivnost”.

16 JTR redovno pratimo u odeljku 2 „Privredna aktivnost” QM-a

Grafikon 8. Srbija: konkurentnost Srbije – kretanja JTR u dinarima i evrima u privredi i prerađivačkoj industriji, 2005–2010

Izvor: QM na osnovu podataka RZS, NBS i Eurostat

Za dodatnu proveru relativne promene konkurentnosti privrede Srbije, posmatrali smo i promenu cenovne konkurentnosti u evrozoni, budući da na nju otpada najveći deo spoljnotrgovinske razmene Srbije. Naime, i naši najznačajniji trgovinski partneri i konkurenti su u proteklih pet godina menjali svoju konkurentnost. Ako postoji trend poboljšanja konkurentnosti u evrozoni od 2005, onda bi privredi Srbije bila potrebna i dodatna depresijacija i/ili rast produktivnosti, da bi nadoknadili tu promenu.

JTR u evrozoni se, međutim, nisu gotovo uopšte promenili u prethodnih pet godina. U 2010. su realni JTR evrozone tek za 0,1% veći od onih iz 2005, što ukazuje da je sadašnji realni kurs dinara verovatno na nivou koji obezbeđuje dovoljnu cenovnu konkurentnost domaće privrede.

Sledi da je „nestabilnost dinara“, zapravo njegova depresijacija tokom krize, bila dobra i nužna. Ona je, naime, poništila štetan i snagom privrede neopravdan rast vrednosti dinara, i uspostavila dobar odnos cena između nerazmenjivih i razmenjivih dobara u korist ovih drugih. Time je uspostavljen dobar osnov za održivi srednjoročni rast baziran na izvozu i domaćoj proizvodnji koja će konkurišati uvozu. Ovaj pad dinara bio je i neizbežan jer je tržište, zbog neodrživo velikog deficita (spoljnog) tekućeg računa u Srbiji, izvršilo ovo prilagođavanje.

Komparativni pregled promena konkurentnosti u zemljama EU i Srbiji

Posmatrajući promene konkurentnosti pojedinačno po zemljama EU (Grafikon 9), vidimo da su najveće promene u vrednosti JTR u valuti spoljnotrgovinskih transakcija (gubitak cenovne konkurentnosti) u periodu 2005–2008. imale zemlje Centralne i Istočne Evrope,¹⁸ najverovatnije zbog sličnih razloga kao i Srbija – neuobičajeno visokog priliva kapitala i posledične realne apresijacije domaćih valuta. Od zemalja „stare“ Evrope sličan obrazac gubljenja konkurentnosti se delimično pojavljuje još u Irskoj i Španiji.

S druge strane, povećanje cenovne konkurentnosti i pad JTR meren u repornoj valuti u periodu 2005–2008. imale su Nemačka, Austrija i Holandija koje su u evrozoni, ali i Velika Britanija i Švedska, koje imaju sopstvene valute¹⁹ (Grafikon 9).

Kako podaci za Srbiju nisu u potpunosti uporedivi sa onim za ostale privrede²⁰ poređenja treba uzeti s manjom

18 Rast JTR predstavlja pad cenovne konkurentnosti.

19 Britanska funta i Švedska kruna su u 2008. depresirale u odnosu na evro za 18% i 13% zbog čega je u tim zemljama naglo porasla cenovna konkurentnost upravo u toj godini.

20 Za ukupnu evrozonu je poređenje sa Srbijom mnogo pouzdanije nego za pojedinačne zemlje, pošto i u Srbiji i evrozoni koristimo evro kao valutu u kojoj merimo promenu JTR. Za promenu konkurentnosti pojedinačnih zemalja EU, Eurostat koristi kretanja JTR u „korpi“ svih valuta EU27 uz dodavanje šest najvećih svetskih valuta.

Grafikon 9. Srbija i zemlje EU: promena cenovne konkurentnosti merene preko promene JTR u valuti spoljnotrgovinskih transakcija¹⁾, 2005–2008

Izvor: FREN na osnovu podataka Eurostat, RZS i NBS

1) Za Srbiju reporna valuta evro, za ostale zemlje ponderisana korpa valuta koja obuhvata evro, ostale valute EU i šest svetskih valuta u kojima se obavlja najveći deo spoljnotrgovinske razmene EU.

**Grafikon 10. Srbija i tranzicione zemlje EU:
promena cenovne konkurentnosti nakon izbijanja krize, 2005-2008 i 2005-2010**

Izvor: QM na osnovu podataka Eurostat, RZS i NBS

1) Za Srbiju repersna valuta evro, za ostale zemlje ponderisana korpa valuta koja obuhvata evro, ostale valute EU i šest svetskih valuta u kojima se obavlja najveći deo spoljnotrgovinske razmene EU.

2) Za Srbiju podatak iz 2010, a za ostale zemlje prva polovina 2010.

rezervom, no ipak trendovi su jasni i uporedivi. Tako se uočava da je u 2009. i prvoj polovini 2010. pod uticajem krize došlo do neuobičajeno velikih promena cenovne konkurentnosti tranzicionih zemalja. Kretanje konkurentnosti nakon izbijanja krize prikazano je na Grafikonu 10.

U periodu nakon udara krize Srbija, Poljska i Mađarska su uglavnom uspele da nadoknade akumulirani gubitak cenovne konkurentnosti iz perioda od 2005. do 2008. (Grafikon 10). Zajedničko za sve tri zemlje je fleksibilan devizni kurs i njegovo značajno prilagođavanje na dole nakon izbijanja krize.

S druge strane, u zemljama sa fiksnim kursom prilagođavanje je bilo po pravilu znatno manje, a neke od njih poput Bugarske, Slovačke i Slovenije su imale i dodatno pogoršanje cenovne konkurentnosti u 2010. u odnosu na 2008. godinu.

Kratkoročni fiskalni podsticaj ili smanjivanje budžetskog deficita?²¹

Aktuelna je dilema ekonomske politike u Srbiji: da li privrednu aktivnost sada (kad je značajno ispod svog potencijalnog nivoa) treba stimulisati povećanjem javne potrošnje, ili pak odmah treba početi sa srednjoročnim smanjenjem javnih izdataka i deficita. Iako je ovo pitanje, uz pomoć

Međunarodnog monetarnog fonda (MMF-a), privremeno rešeno u korist srednjoročnog prilagođavanja, verovatno će se ono ponovo postaviti u predizbornoj 2011. godini. Naime oko izbora se uvek javljaju jaki pritisci za povećanje javne potrošnje a budžetskog deficita po pravilu raste. Stoga je relevantno da se razmotre razlozi za i protiv fiskalnog podsticaja putem povećanja javnih rashoda, a time i posledice ako se od smanjivanja deficita odustane.

Izneta dilema je aktuelna i u razvijenim zemljama i, pored podeljenih mišljenja analitičara, većina vlada odustaje od fiskalnog podsticaja i okreće se smanjivanju deficita. Na globalnom planu, MMF takođe sada daje primat srednjoročnom fiskalnom prilagođavanju. Za Srbiju su, međutim, prvenstveno važni argumenti i rezultati empirijskih ispitivanja koji se odnose na zemlje u razvoju (*emerging markets*).

Tri aspekta su važna kada se razmatra uvođenje fiskalnog podsticaja u Srbiji, kao i u drugim zemljama u razvoju. Prvi je, i verovatno najvažniji, koliki je kvantitativni efekat povećanja javnih rashoda na obim proizvodnje, tj. koliki je fiskalni multiplikator. Drugi aspekt je, kakve su mogućnosti da se i u sledećih nekoliko godina finansira visoki fiskalni deficit izazvan povećanjem javne potrošnje (fiskalnim stimulansom)? Najzad, treći, da li dug zemlje, nastao usled visokih budžetskih deficita, može da izazove krizu i pri nižim nivoima kod zemalja koje su često prolazile kroz dužničke krize i inflaciju (*debt intolerance*).

²¹ Ovaj deo teksta je objavljen u Kvartalnom monitoru 21, septembar 2010.

Analiza koji sledi, po sva tri prethodna osnova ukazuje na to da Srbija treba odmah da počne sa srednjoročnim programom smanjivanja budžetskog deficita, a ne da pribegava kratkoročnom fiskalnom podsticaju, uprkos tome što je njen nivo proizvodnje ispod potencijalnog.

Da li je uticaj povećanja javne potrošnje na proizvodnju značajan: veličina fiskalnog multiplikatora

Nedavna ekstenzivna empirijska studija o fiskalnim multiplikatorima u zemljama u razvoju (*emerging markets*), kao i u razvijenim zemljama²², pruža dobru osnovu da se oceni koliki bi bio uticaj eventualnog povećanja tekuće javne potrošnje na rast privredne aktivnosti u Srbiji.

Prvi rezultat studije, relevantan za Srbiju, jeste taj da zemlje u razvoju u odnosu na razvijene zemlje imaju multiplikatore koji su manji i kraćeg veka trajanja (manje postojani). Tako neposredan efekat (*impact*) – tokom prvog kvartala, povećanja rashoda za, na primer, \$1 iznosi \$0,20 u razvijenim zemljama dok u zemljama u razvoju dovodi smanjuju proizvodnju za \$0,19. S druge strane, ukupni efekat na proizvodnju – dugoročni, kumulativni multiplikator, u razvijenim zemljama je ocenjen na 0,85, a u zemljama u razvoju na 0,37. Znači, kada se uzme u obzir ukupni efekat fiskalne ekspanzije od \$1, BDP će se uvećati za samo \$0,37 u zemljama u razvoju, tj. značajno manje od povećanja javne potrošnje. Implikacija ovog rezultata jeste da bi povećanje javne potrošnje od \$1 dovelo do smanjivanja neke od ostalih komponenti BDP-a (investicija, potrošnje ili neto izvoza) za \$0,63. Još preciznije, dobijena ocena sugerise da fiskalni stimulans u zemljama u razvoju dovodi do znatnog istiskivanja privatnog sektora.

Na veličinu fiskalnog multiplikatora utiče i režim deviznog kursa – standardni Mundell-Flemingov model sugerise da je fiskalna politika efektivnija u stimulisanju proizvodnje kada imamo fiksni devizni kurs. Rezultati citirane studije podržavaju prethodno. Naime, kada su sve zemlje u uzorku podeljene, bez obzira na stepen razvijenosti, na one sa fiksnim i one sa više ili manje fleksibilnim režimom kursom – dobija se značajna razlika u veličini

fiskalnog multiplikatora. Ocena dugoročnog, kumulativnog multiplikatora u slučaju fiksnog kursa je 1,6, dok se ona za (više ili manje) fleksibilne režime ne razlikuje značajno od nule. Srbija ima relativno fleksibilan režim deviznog kursa, te spada u ovu drugu kategoriju za koju je ocenjeno da fiskalni podsticaj praktično nema efekta.

Privrede koje su otvorenije, tj. više izložene međunarodnoj razmeni trebalo bi da imaju manji fiskalni multiplikator. Jednostavni kejnzijanski model ukazuje na to, pokazujući da će se deo povećane tražnje izazvane fiskalnim stimulansom prečiti na uvoz, a ne na podsticaj domaće proizvodnje. Deo koji se preliva na uvoz (uvozni multiplikator) veći je kod otvorenih privreda. Za potrebe empirijskog ispitivanja, kao otvorene ekonomije uzete su one koje imaju udeo spoljne trgovine (uvoz plus izvoz) preko 60% BDP-a, a ispod toga kao zatvorene. Opet je dobijena značajna razlika u veličini fiskalnih multiplikatora za ove dve grupe zemalja: dugoročni, ukupni multiplikator kod „zatvorenih“ ekonomija ocenjen je na 1,6 – a kod „otvorenih“ opet nula. Srbija, sa udelom spoljne trgovine od preko 70% BDP-a, pripada otvorenim ekonomijama, te se i po ovom osnovu može očekivati da ima veoma mali multiplikator.

Efekat fiskalnog stimulansa kod zemalja u razvoju može da se smanji ako te zemlje imaju visok (spoljni) dug. Naime, povećanje javne potrošnje i rezultirajući rast deficita dovode do povećanja ionako značajnog spoljnog duga, što izaziva zebnju kod kreditora i stoga povećava finansijske troškove zaduživanja (kamatne stope). Rast kamatnih stopa sa svoje strane utiče na kočenje privredne aktivnosti i tako smanjuje efekat fiskalne ekspanzije na povećanje proizvodnje. Empirijska ispitivanja za zemlje u razvoju podržavaju prethodno. One su podeljene na visoko zadužene zemlje sa spoljnim dugom preko 50% BDP-a, i zemlje sa malim dugom, tj. ispod 50% BDP-a. Kod visoko zaduženih zemalja u razvoju fiskalni stimulans ima značajan pozitivan efekat na proizvodnju u prva četiri kvartala, da bi nakon toga postao negativan, sa ukupnim efektom opet oko nule²³. I u ovom slučaju imamo značajnu poruku za Srbiju, koja sa spoljnim dugom od preko 70% BDP-a spada u visoko zadužene zemlje u razvoju.

22 Ilzetki E., E. N. Mendoza i C. A. Vegh. „How big (small?) are fiscal multipliers?“. May 2010, i Ilzetki E., E. N. Mendoza i C. A. Vegh. „How big are fiscal multipliers?“. CEPR, October 2009.

23 Ilzetki E., E. N. Mendoza i C. A. Vegh. „How big are fiscal multipliers?“. CEPR, October 2009.

S druge strane izgleda da javne investicije imaju značajniji uticaj na porast proizvodnje u zemljama u razvoju nego u razvijenim privredama. Tako je ocenjeno da u zemljama u razvoju porast javnih investicija od \$1 dovodi do porasta proizvodnje od \$0,6 u prvom kvartalu („trenutni multiplikator“) a na srednji rok taj porast iznosi oko \$1. Ovo je veoma različito od efekta koji ima rast tekuće javne potrošnje na povećanje proizvodnje: -0,19 u prvom kvartalu i 0,37 kumulativno. Stoga zemlje u razvoju ako već žele da stimulušu privrednu aktivnost, to treba da čine preko povećanja javnih investicija a ne tekuće javne potrošnje. Upravo je to put koji i Srbija treba da prati, tj. da na srednji rok koči rast tekuće javne potrošnje, a da eventualno stimulisane proizvodnje obavlja preko bržeg rasta javnih investicija.

Iako prethodne ocene fiskalnih multiplikatora treba uzimati sa oprezom, one ipak nedvosmisleno ukazuju na veoma ograničene domete efekta fiskalnih podsticaja u privredi kakva je srpska. Naime, u zemlji u razvoju, otvorene privrede, sa visokim spoljnim dugom i sa relativno fleksibilnim deviznim kursom, povećanje tekuće javne potrošnje ima minimalan efekat na rast proizvodnje. S druge strane, povećanje javnih investicija može da ima značajniji efekat.

Da li postoji prostor za primenu fiskalnog stimulansa?

Prostor za finansiranje povećanog fiskalnog deficita izazvanog eventualnim fiskalnim podsticajem – veoma je ograničen. Srbija će najmanje tri godine zaredom (2009–11) da beleži visoke fiskalne deficite od preko 4% BDP-a, čak iako otpočne sa srednjoročnim fiskalnim prilagođavanjem. Ako bi pak povećavala javnu potrošnju radi stimulisanja proizvodnje, visoki deficiti bi se produžili za još nekoliko godina. Prethodno se dešava i dešavaće se u globalnom ambijentu gde većina država ima visoke budžetske deficite, što vrši veliki pritisak na potencijalne izvore za njihovo finansiranje. Rezultat je istiskivanje državnog finansiranja na međunarodnom nivou, a to dalje znači da

finansiranje budžetskih deficita neće biti niti lako, niti jeftino. Nedavno upozorenje stiglo je sa domaćeg finansijskog tržišta, kada je uglavnom propao pokušaj države da proda svoje dvanaestomesečne obveznice. Sledi da će finansiranje deficita u Srbiji biti teško čak i u slučaju kada se ne poseže za dodatnim povećanjem tekuće javne potrošnje, te da je prostor za finansiranje dodatnog fiskalnog podsticaja veoma ograničen.

Visok stepen zaduženosti Srbije predstavlja značajno ograničenje za primenu fiskalnog podsticaja, jer bi dalje povećanje duga moglo lako dovesti do dužničke krize. Javni dug Srbije već sada nije mali – dostigao je 40% BDP-a, ali ono što je zabrinjavajuće jeste da se on veoma brzo uvećava, i bez fiskalnog podsticaja će nastaviti brzo da raste zbog značajnih deficita u sledećih nekoliko godina. Prethodnom nivou javnog duga treba dodati i znatno buduće povećanje obaveza države po osnovu restitucije. Uz to, u doba krize često na površinu isplivaju skrivene obaveze države (razne garancije države koje se aktiviraju i sl.), pa se i po tom osnovu dug može dodatno povećati. Najzad, kriza često dovodi do toga da država preuzima delove privatnog duga, a veličina tog duga u Srbiji je znatna. Sve prethodno ukazuje na to da obim javnog duga može uskoro da postane problem u Srbiji.

Postoji još jedan kritičniji kanal – preko koga porast javnog duga može da dovede do krize duga i finansijske krize u Srbiji – a to je rezultirajući porast spoljnog duga. Jer, finansiranje budućih fiskalnih deficita najvećim delom će se vršiti preko spoljnog zaduživanja, što će direktno dovesti do porasta spoljnog duga. S druge strane, spoljni dug Srbije je već sada visok – preko 70% BDP-a. Iskustva zemalja u razvoju, tj. zemalja sa srednjim nivoom dohotka kakva je Srbija, ukazuju da spoljni dug od preko 60% BDP-a postaje kritično visok, tj. da može dovesti do dužničke krize: prestanka plaćanja ili restrukturiranja duga.

Tabela 1 upravo potvrđuje prethodno, prikazujući distribuciju prestanka plaćanja ili restrukturiranja duga pri različitim nivoima odnosa spoljnog duga i BDP-a kod zemalja na srednjem nivou dohotka.

Tabela 1. Spoljni dug u trenutku izbijanja krize: raspodela frekvencija, 1970–2008

Spoljni dug % BDP-a, u prvoj godini prestanka plaćanja ili reprogramiranja	Procenat od ukupnog broja prestanka plaćanja ili reprogramiranja u srednje razvijenim zemljama
Ispod 40%	19,4
41% do 60%	32,3
61% do 80%	16,1
81% do 100%	16,1
Preko 100%	16,1

Izvor: Reinhart and Rogoff (2009). *This Time It's Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press.

Izneti rezultati upućuju na nekoliko zaključaka. Vidimo da je u preko 50% (51,7%) slučajeva kriza izbila kada je spoljni dug bio do 60% BDP-a, pa otuda i prethodno izneta kritična vrednost spoljnog duga. U slučaju veličine duga od 80% BDP-a, koji bi Srbija sa fiskalnim podsticajem verovatno dostigla, dužnička kriza je izbila u skoro 70% slučajeva (67,8%). Važan je, međutim, još jedan rezultat, a to je da je u skoro 20% slučajeva kriza izbila na relativno niskom nivou duga od ispod 40% BDP-a. To ukazuje da su neke zemlje veoma ranjive kada je u pitanju spoljni dug (*debt intolerance*), odnosno da se spoljni kreditori povlače u slučaju pojedinih zemalja i na relativno niskim nivoima zaduženosti. Ovo su po pravilu zemlje koje imaju bogatu istoriju prestanka plaćanja ili restruktuiranja spoljnog duga, odnosno „brisanja“ inflacijom unutrašnjeg duga u domaćoj valuti. Značajna je stoga poruka koju pružaju podaci iz Tabele 1 – da dužnička kriza u srednje

razvijenim zemljama, kakva je Srbija, može da izbije i pri umerenom nivou spoljnog duga ako prethodna istorija zemlje u pogledu plaćanja dugova i inflacije nije dobra i ako je kao takvu ocene strani kreditori. Sve ovo zajedno značajno sužava prostor za fiskalni stimulans kod srednje razvijenih zemalja sa tržištima u nastajanju. Interesantno je ukazati na to da su ovi zaključci konzistentni sa iznetim empirijskim rezultatima koji pokazuju da je efekat fiskalnog stimulansa mali u visoko (spoljni dug preko 50% BDP-a) zaduženim zemljama u razvoju.

Reference

1. Arsić, M., Z. Mladenović, A. Nojković i P. Petrović: *Makroekonometrijsko modeliranje privrede Srbije*, CES Mecon, Beograd, 2005.
2. Berglof, E. Recovery and Reform, prezentacija Izveštaja o tranziciji EBRD-a, ebrd.com/transitionreport, 2010.
3. Dobbs, R. and M. Spence: *Farewell to Cheap Capital? The implications of long-term shifts in global investment and saving*, McKinsey Global Institute, December, 2010.
4. EBRD Transition Report 2010.
5. *Ekonomski anali*, posebno izdanje, april 2005.
6. Ilzetzi E., E. N. Mendoza and C. A. Vegh. „How big (small?) are fiscal multipliers? “. May 2010.
7. Ilzetzi E., E. N. Mendoza and C. A. Vegh. „How big are fiscal multipliers? “. CEPR, October 2009.
8. *Kvartalni monitor ekonomskih trendova i politika u Srbiji*, izdanja 2007–2010.
9. Petrović, P and M. Gligorić: „Exchange Rate and Trade Balance: J-curve Effect“ *PANOECONOMICUS*, 2010, no. 1, pp. 23–41.
10. Reinhart, C. and K. Rogoff. *This Time It's Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press, 2009.

Pavle Petrović

Profesor na Ekonomskom fakultetu u Beogradu i urednik Kvartalnog monitora.

Objavljivao u vodećim međunarodnim časopisima: *Journal of Money Credit and Banking*, *Journal of Development Economics*, *Journal of Comparative Economics*, *Journal of Macroeconomics*, *Cambridge Journal of Economics*, *Journal of International Money and Finance* itd., i bio recenzent za većinu od njih. Gostujući istraživač (Visiting Fellow) na Harvard University, Princeton University i na Cornell University, SAD. Držao seminare na New York University, University of Michigan at Ann Arbor, Pittsburgh University, SUNNY Buffalo, European University Institute (Florence, Italy), Vienna Institute of International Economics (WIIW) itd. Predavao/gostujući profesor na Oglethorpe University, Atlanta, SAD i Addis Ababa University, Etiopija. Bio predsednik Saveta Narodne Banke Srbije, ko-osnivač i direktor konsultansko-istraživačke kuće CES Mecon. Vodio makro-stabilizacione projekte za guvernera Avramovića (kraj) 1994., 1995. i 2000. godine.