

Izvorni naučni članak

UDK: 336.143.232(497.11); 336.27(497.11)

doi: 10.5937/ekonhor1502109J

DVOSTRUKI DEFICIT - PROBLEM EKONOMIJE REPUBLIKE SRBIJE

Nenad Janković*

Ekonomski fakultet Univerziteta u Kragujevcu

Pojam dvostruki deficit odnosi se na budžetski deficit i deficit tekućeg računa. U literaturi ne postoji jedinstven odgovor na pitanje kakva je uzročno-posledična veza između ovih deficita. U svakom slučaju, postojanje ovih deficita znači da je potrošnja u nekoj zemlji veća od njene proizvodnje, da su investicije veće od štednje. Potencijalni problem može predstavljati način finansiranja, kao i način korišćenja ovih sredstava. Krizne situacije doprinose porastu značaja ovog problema. U tim situacijama, u lošijem položaju će biti one zemlje kod kojih je budžetski deficit hronična pojava i koje nemaju dovoljno domaće štednje da finansiraju preveliku državnu potrošnju. Republika Srbija pripada grupi zemalja u kojima je budžetski deficit hronična pojava koja se finansira iz tuđih izvora.

Ključne reči: budžetski deficit, deficit tekućeg računa, dvostruki deficit, javni dug, spoljni dug, Republika Srbija

JEL Classification: E21, E22, F32, F34, H62, H63

UVOD

Prema mišljenju određenog broja ekonomskih stručnjaka, dvostruki deficit podrazumeva dugoročan pozitivan odnos između budžetskog deficita i deficita tekućeg računa. Može se reći da ovaj problem dobija na značaju tokom 80-ih godina XX-og veka, kada sve više dolaze do izražaja neravnoteže pojedinih ekonomskih pokazatelja u velikom broju zemalja. S jedne strane, postoje zemlje koje troše mnogo više nego što proizvode, dok, istovremeno, određeni broj zemalja proizvodi mnogo više nego što troši, tj. odlaže svoju

potrošnju za neki budući period. Ova dva deficita zavise od postojećeg poreskog sistema, trgovinskih obrazaca i barijera, deviznog kursa i čitavog niza kompleksnih domaćih i međunarodnih snaga koje oblikuju ekonomski status zemlje u globalnom okruženju. Značaj ovih deficita proističe iz činjenice da mogu imati štetne efekte po makroekonomsku stabilnost, tj. ekonomiju, uopšte (Nargelecekenler & Giray, 2013). Iz tog razloga, kako bi zemlja imala održiv rast i ostvarivala utvrđene ekonomske ciljeve, neophodno je dvostruki deficit držati pod kontrolom i u određenim granicama.

* *Korespondencija:* N. Janković, Ekonomski fakultet Univerziteta u Kragujevcu, Đ. Pucara 3, 34000 Kragujevac, Republika Srbija; e-mail: njankovic@kg.ac.rs

Savremena svetska finansijska (kasnije i ekonomska) kriza ponovo je aktualizovala ovaj problem. U tom periodu dolazi do velikog porasta budžetske potrošnje

(naročito, u razvijenim zemaljama). Cilj je bio da se izbegne potpuni ekonomski krah, i da se u određenoj meri ublaže efekti krize. Međutim, to predstavlja samo odlaganje rešavanja problema za neki budući period, do kada je te velike deficite neophodno finansirati na neki način. U lošijem položaju su zemlje kod kojih je budžetski deficit hronična pojava (a ne posledica krize), kao i zemlje čija je ukupna potrošnja veća od proizvodnje (ostvaruju deficit tekućeg računa). Dakle, zemlje sa dvostrukim deficitom će biti u lošijem položaju zato što nemaju dovoljno domaće štednje kako bi finansirale preveliku državnu potrošnju. Time, na neki način, zemlje koje se nalaze u ovakvoj situaciji, u određenoj meri gube (pre svega) ekonomski suverenitet, i prepuštaju se volji inostranih investitora i (povoljnoj) situaciji na svetskom tržištu (koja neće uvek biti povoljna).

Cilj ovog rada je da razjasni teorijske pretpostavke vezane za postojanje dvostrukog deficita, da ukaže na značaj koji pomenuti deficiti mogu imati na razvoj nacionalne ekonomije, sa posebnim osvrtom na stanje u ekonomiji Republike Srbije (RS).

Shodno navedenom cilju istraživanja, kao ključne se mogu izdvojiti sledeće hipoteze:

- H1: Porast budžetskog deficita utiče na porast deficita tekućeg računa, i
- H2: Porast deficita tekućeg računa pozitivno utiče na investicionu potrošnju.

U radu će biti primenjena kvalitativna metodologija utemeljena na proučavanju i deskriptivnoj analizi istraživačkog problema. Istraživanjem će biti proučena relevantna inostrana i domaća literatura zasnovana na teorijskim uopštavanjima i iskustvima autora koji su se bavili predmetnom problematikom.

Polazeći od relevantne literature, analiziraće se da li postoji povezanost budžetskog deficita, s jedne strane, i deficita tekućeg računa, s druge strane, odnosno, da li je moguće izvesti određene zakonitosti u tom odnosu. Posebno će se analizirati stanje ovih pokazatelja u ekonomiji RS, u XXI-om veku, kako bi se došlo do odgovora da li je postojao njihov uticaj na razvoj ekonomije u RS.

TEORIJSKE PRETPOSTAVKE

Otvorena privreda podrazumeva da zemlja može deo svog domaćeg proizvoda da izvozi u inostranstvo i da se deo inostranog proizvoda troši u zemlji, pri čemu se stvara neravnoteža između proizvodnje i potrošnje. Iz tog razloga, osnovni makroekonomski identitet otvorene privrede se prikazuje kao:

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

pri čemu je: Y - bruto domaći proizvod, C - tekuća potrošnja, I - investiciona potrošnja, G - budžetska potrošnja, X - izvoz, M - uvoz.

Izraz $X - M$ predstavlja bilans tekućeg računa - CA (saldo neto dohotka i tekućih transfera se u ovim analizama zanemaruje).

Ključni problem kod otvorene privrede je to što se štednja može razlikovati od investicija. U ovom slučaju, štednja se može prikazati kao $S = I + CA$, što znači da, ako je bilans tekućeg računa pozitivan, zemlja više izvozi nego što uvozi, štednja je veća od investicija, i suficit bilansa tekućeg računa ima karakter neto inostranih investicija (obrnuto je u slučaju kada je bilans tekućeg računa negativan).

Da bi se uspostavila veza između dva pomenuta deficita, potrebno je štednju razložiti na privatnu (S_p) i državnu (S_g) - $S = S_p + S_g$. Državna štednja se dobija kada se od poreskih prihoda države (T) oduzme državna (budžetska) potrošnja (G) - $S_g = T - G$. Ovaj izraz predstavlja budžetski bilans, i ukoliko je $S_g < 0$ to je znak da postoji „negativna“ štednja, odnosno, budžetski deficit ($G - T$), i obrnuto, ukoliko je $S_g > 0$ postoji budžetski suficit. Na osnovu prethodnog izraza, bilans tekućeg računa će biti jednak razlici izraza ($S_p - I$) i ($G - T$): $CA = (S_p - I) - (G - T)$, čime su dovedeni u vezu budžetski deficit i deficit tekućeg računa (Kovačević, 2010; Jošić i Jošić, 2011). Pored odnosa štednja - investicije, u zavisnosti od potrebne analize, bilans tekućeg računa možemo posmatrati i kao odnos trgovina - prihod, potrošnja - proizvodnja, ili pozajmljena sredstva - kreditiranje (Busch, Gromling & Matthes, 2011).

Dakle, na osnovu navedenog izraza, ukoliko se investicije i privatna štednja ne menjaju, porast

budžetskog deficita uslovljava smanjenje suficita, ili povećanje deficita tekućeg računa. Upravo ova pojava se u literaturi naziva dvostruki deficit. Međutim, ukoliko ova pretpostavka nije ispunjena, i nivo privatne štednje se može povećati, ili se investicije mogu smanjiti, porast budžetskog deficita ne mora dovesti do rasta deficita tekućeg računa (Jošić i Jošić, 2011). Iz ovog razloga su i nastala dva teorijska pravca u kojima se, potvrđuje, odnosno, ne potvrđuje, uzročno-posledična veza između ovih deficita.

PREGLED LITERATURE

Do sada sprovedena istraživanja na temu ispitivanja odnosa između budžetskog deficita i deficita tekućeg računa nisu dala jedinstvene rezultate. U velikoj meri rezultati se razlikuju zbog ispitivanja zemalja različitog stepena razvijenosti, korišćenja različitih ekonometrijskih tehnika, dužine perioda posmatranja itd, tako da se mogu klasifikovati na sledeći način:

- istraživanja koja pronalaze vezu između pomenutih deficita - u skladu sa tzv. Konvencionalnim pristupom;
- istraživanja koja odbacuju vezu između pomenutih deficita - u skladu sa Rikardovom hipotezom jednakosti;
- istraživanja koja evidentiraju vezu između budžetskog deficita i deficita tekućeg računa, ali je ta povezanost obrnuta i govori da deficit tekućeg računa uzrokuje budžetski deficit - hipoteza targetiranja tekućeg računa (Bolat, Emirmahmutoglu & Belke, 2014); i
- istraživanja koja su potvrdila postojanje hipoteze o dvostrukom deficitu samo kod zemalja u razvoju.

Osnovni razlog je činjenica da zemlje u razvoju imaju neefikasan sistem prikupljanja poreskih prihoda, kao i domaća tržišta kapitala koja su nedovoljno duboka i razvijena i samim tim nemaju mogućnost finansiranja budžetskog deficita korišćenjem sopstvenih sredstava (Nargeleckenler & Giray, 2013). Pored toga, istorijski podaci iz zemalja u razvoju pokazuju da se najveći broj tih zemalja suočavao sa ogromnim budžetskim

deficitom i deficitom tekućeg računa, što nameće sledeća pitanja (Kouassi, Mougoue & Kymn, 2004): Kako je finansiran taj deficit tekućeg računa? Da li ga finansira domaće tržište kapitala? Da li ga finansira međunarodno tržište kapitala? Da li postoji uzročno-posledična veza između deficita tekućeg računa i budžetskog deficita? U slučaju uzročno-posledične veze, kakva je priroda te veze i koji je pravac uzročnosti? Da li budžetski deficit može da posluži kao dobar pokazatelj predviđanja deficita tekućeg računa i obrnuto?

Prvi teorijski pravac - poznat pod nazivom Konvencionalni pristup - prikazuje pozitivnu relaciju između budžetskog deficita i deficita tekućeg računa, što znači da podržava hipotezu dvostrukog deficita. U okviru njega se razlikuju Kenzijanski dohodak-potrošnja pristup i Feldštajnov pristup lanca. Prema prvom, smanjenje prihoda, ili povećanje javnih rashoda, uzrokuje povećanje nacionalnog dohotka, što pozitivno utiče na uvozni sektor (povećava ga), i kao rezultat se javlja deficit tekućeg računa. Drugi pristup je objašnjen uz pomoć deviznog kursa, kretanja „vrućeg“ novca i kamatne stope (Azgun, 2012). U skladu je sa Mundell-Flemingovim modelom otvorene ekonomije, koji sugeriše da će veći državni rashodi povećati domaće kamatne stope, što će privući inostrani kapital i uticati na apresijaciju domaće valute. Posledica toga bi bilo smanjenje izvoza, povećanje uvoza, tj. pogoršanje stanja tekućeg računa (Sulikova, Sinicakova & Horvath, 2014). Za dati nivo privatne štednje i investicija, budžet i tekući račun će se kretati u istom smeru i istim intenzitetom. Po ovom, tradicionalnom shvatanju, budžetski deficit ima značajne i štetne efekte na ekonomiju. Ti štetni efekti uključuju visoke kamatne stope, nisku štednju i niske stope ekonomskog rasta. Dakle, u mnogim zemljama, budžetski deficit je posledica ekspanzivne fiskalne politike. Teorijski, budžetski deficit se javlja u sledećim slučajevima: budžetski prihodi su stabilni, ali dolazi do povećanja budžetskih rashoda; smanjenje državne štednje koje utiče na smanjenje ukupne štednje i (ukoliko se želi zadržati isti obim investicija) porast spoljnog javnog duga i smanjenje javnih prihoda (Nargeleckenler & Giray, 2013).

Drugačije rečeno, M. U. Toson, P. V. Iyidogan i E. Telatar (2014) smatraju da u otvorenoj privredi posmatrani

makroekonomski identitet predstavlja odnos između tri deficita koji su predstavljeni kroz privatni sektor, javni sektor i tekući račun. U tom kontekstu, hipoteza o dvostrukom deficitu podrazumeva da će rast budžetskog deficita voditi ka uvećanju deficita tekućeg računa pod uslovom da je ravnoteža privatnog sektora konstantna.

Drugi teorijski pravac - označen kao Rikardova hipoteza jednakosti - podrazumeva da je deficit tekućeg računa nezavistan od budžetskog deficita. Prema ovoj hipotezi, ekspanzivna fiskalna politika nema efekta na potrošnju i output. Budžetski deficit nastaje zbog smanjenja poreza, što utiče na smanjenje javnih prihoda. Redukcija ne utiče na povećanje ni potrošnje, ni nacionalne štednje. Pretpostavlja se da su javni rashodi konstantni.

Prvo, ova hipoteza pretpostavlja da ljudi racionalno razmišljaju, da su tekuće poreske olakšice privremene, i da će porezi biti uravnoteženi zahvaljujući budućim povećanjima poreza. Smanjenje tekućih poreza mora biti praćeno povećanjem sadašnje vrednosti budućih poreza. Porezi i dug imaju isti efekat na privatnu potrošnju. Zagovornici ove hipoteze tvrde da javni dug predstavlja buduću poresku obavezu. Zamena poreza javnim dugom neće kreirati deficit tekućeg računa. Dakle, povećanje raspoloživog dohotka, zbog smanjenja poreza ne dovodi do povećanja potrošnje. Drugo, smanjenje poreza neće pogoditi nacionalnu štednju, zato što što će smanjenje javne štednje biti nadoknađeno povećanjem privatne štednje, tako da ukupan iznos štednje ostaje nepromenjen, što znači da budžetski deficit nema efekta na deficit tekućeg računa (Nargeleckenler & Giray, 2013). Jednostavno, da bi se pripremili za buduće povećanje poreza, rezidenti čuvaju sav novac oslobođen smanjenjem poreza i zbog toga potrošnja, nacionalna štednja i tekući račun ostaju nepromenjeni (Bartolini & Lahiri, 2006).

Međutim, R. Barro (1989) iznosi pet osnovnih teorijskih primedaba koje su u suprotnosti sa Rikardovim zaključcima: ljudi ne žive večno i ne mare za poreze koji će se ubirati nakon njihove smrti; privatna tržišta kapitala su nesavršena; budući porezi i ostali prihodi su neizvesni i nesigurni; svi poreski prihodi nisu paušalni iznos - većina je određena prihodom, potrošnjom i bogatstvom; hipoteza je zasnovana na punoj zaposlenosti.

Određena istraživanja su pokazala da je u poslednjih par decenija приметно da promene u fiskalnoj politici imaju manji uticaj na potrošnju i tekući račun u grupi industrijskih i brzorastućih ekonomija. Najmanje tri razloga teraju potrošače da budu svesni da izdvoje veći deo fiskalnih prihoda u očekivanju budućeg fiskalnog opterećenja: prvi faktor je finansijska inovacija koja olakšava da domaćinstva pozajmljuju od budućih prihoda i to smanjuje njihovu potrebu za likvidnim sredstvima za finansiranje potrošnje; drugi faktor su povoljnije demografske karakteristike, i, povezano sa tim, produženje radnog veka koje je zabeleženo u ovim zemljama u proteklih nekoliko decenija; konačno, uvođenje „fiskalnih pravila“ je, takođe, doprinelo budućem ponašanju domaćinstava u posmatranom uzorku zemalja. Pomenuta pravila se ogledaju u izbalansiranom budžetu i/ili ograničenju duga za javni sektor u mnogim posmatranim zemljama (Bartolini & Lahiri, 2006).

UTICAJ SVETSKE FINANSIJSKE I EKONOMSKE KRIZE NA EKONOMIJU REPUBLIKE SRBIJE

Tranzicioni proces, u pravom smislu reči, RS otpočinje nakon političkih promena, tokom 2000. godine. Zahvaljujući niskoj startnoj osnovi, povoljnim tendencijama u svetskoj ekonomiji, u početnim godinama XXI-og veka, RS je beležila zadovoljavajuće ekonomske rezultate. Međutim, sve te povoljne tendencije u značajnoj meri je prekinula svetska finansijska, kasnije i ekonomska kriza, koja nije zaobišla ni RS.

U Tabeli 1 prikazano je kretanje osnovnih makroekonomskih indikatora od 2001. do 2014. godine. Za većinu pokazatelja vidljivo je pogoršanje od 2009. godine. Do sredine 2008. godine, realna stopa rasta BDP-a je bila prilično visoka i njena prosečna vrednost je iznosila 5,9% (Slika 1). U pomenutom periodu kretanje BDP po stanovniku je bilo dobro - zabeleženo je povećanje od skoro 2,5 puta (sa 1840 na 4586 evra). Nakon toga, znatno lošija globalna situacija uslovlila je da dođe do smanjenja priliva inostranog kapitala (priliv SDI je svoj maksimum imao nešto ranije, u 2006. godini - 3,3 milijarde evra, a nakon krize, ni u

Tabela 1 Kretanje izabranih makroekonomskih pokazatelja Republike Srbije

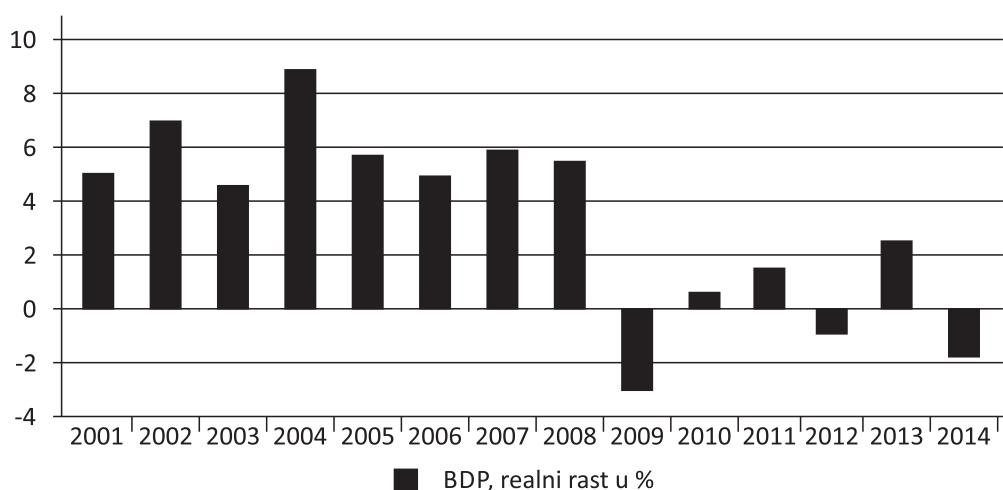
	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.
BDP, mil. eur	13805,5	17100,5	18738	19966,6	21103,3	24434,6	29451,6	33704,5	30654,7	29766,3	33423,8	31683,1	34262,9	33059,1
BDP po st. u eur	1840	2280	2505	2675	2836	3297	3990	4586	4187	4082	4620	4401	4783	-
BDP, realni rast u %	5	7,1	4,4	9	5,5	4,9	5,9	5,4	-3,1	0,6	1,4	-1	2,6	-1,8
SDI neto u mil. eur	184,1	499,6	1194,5	773,8	1250,4	3322,6	1820,8	1824,4	1372,5	860,1	1826,9	669,2	1228,8	1236,3
spoljni dug kao % BDP	81,5	56,7	53,3	48,3	59,3	58,5	59	62,3	72,7	79	72,2	80,9	75,1	78,7
javni dug kao % BDP	97,7	68,3	61,7	52,6	50,2	35,9	29,9	28,3	32,8	41,8	45,4	56,2	59,6	71
devizni kurs evra u din.	59,7	61,5	68,3	78,9	85,5	79	79,2	88,6	95,89	105,5	104,64	113,72	114,64	121,96

Izvor: Ministarstvo finansija, *Bilten javnih finansija*, februar 2015.

jednoj godini nije bio veći od 1,8 milijardi evra), znatne depresijacije dinara i povećanja stope inflacije. Sve navedeno doprinelo je, u prvom trenutku usporavanju, a kasnije i padu privredne aktivnosti, tako da je u narednim godinama, realna stopa rasta BDP tri puta bila negativna (u 2009. godini: -3,1%, u 2012. godini: -1%, a u 2014. godini: -1,8%).

PROBLEM FISKALNE NERAVNOTEŽE I JAVNOG DUGA

Od početka tranzicionog perioda, jedino je u 2005. godini zabeležen fiskalni suficit (1,2% BDP). Nakon te godine, konstantno se beleži fiskalni deficit. Problem predstavlja, moglo bi se reći, njegova rastuća tendencija. Čak, iako je RS još uvek daleko od članstva



Slika 1 Realni rast BDP-a Republike Srbije, u %

Izvor: Ministarstvo finansija, *Bilten javnih finansija*, februar 2015.

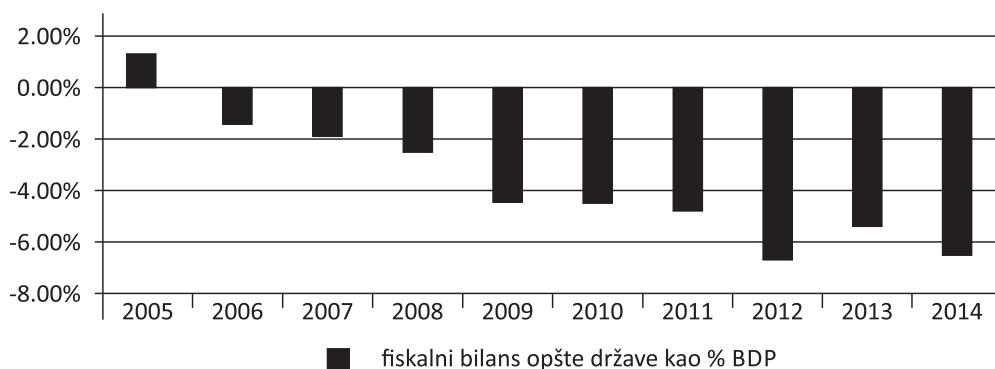
u EMU, u 2009. godini je probijena granica propisana Mاستrihtskim kriterijumima, koja iznosi 3% BDP. Najlošiji rezultat je zabeležen u 2012. godini - dostignut je fiskalni deficit od 6,84% BDP (Slika 2).

Što se tiče javnog duga, on se smanjivao u periodu do 2008. godine, pre svega, zbog otpisa jednog dela duga prema Pariskom i Londonskom klubu poverilaca, i zbog prihoda od privatizacije. Međutim, kriza je ovu situaciju u velikoj meri preokrenula, tako da je RS, da bi finansirala rastući fiskalni deficit (koji je nastajao zbog smanjenja prihoda i povećanja rashoda, odnosno i zbog nedostatka prihoda od privatizacije) morala da se zadužuje, što se vidi na Slici 3. Ono što ne valja je činjenica da postoji rastući trend učešća javnog duga u BDP, tako da se od 2008. godine, kada je on iznosio 28,3% BDP, došlo do 70,9% BDP, na kraju 2014. godine. Pored toga, 2011. godine je narušeno fiskalno pravilo koje ograničava visinu javnog duga na 45% BDP, dok se od kraja 2013. godine može reći da nije ispunjen Mastihtski kriterijum koji se tiče učešća javnog duga u BDP. Ta granica iznosi 60% BDP, a u RS, na kraju 2013. godine, učešće javnog duga u BDP-u je bilo 59,6%.

Kao što je već navedeno, krajem 2008. godine dolazi do smanjenja tradicionalnog priliva inostranog kapitala kojim se finansirao sve veći budžetski deficit, tako da je RS, kako bi obezbedila stabilnost javnih finansija, počela sa emisijama hartija od vrednosti

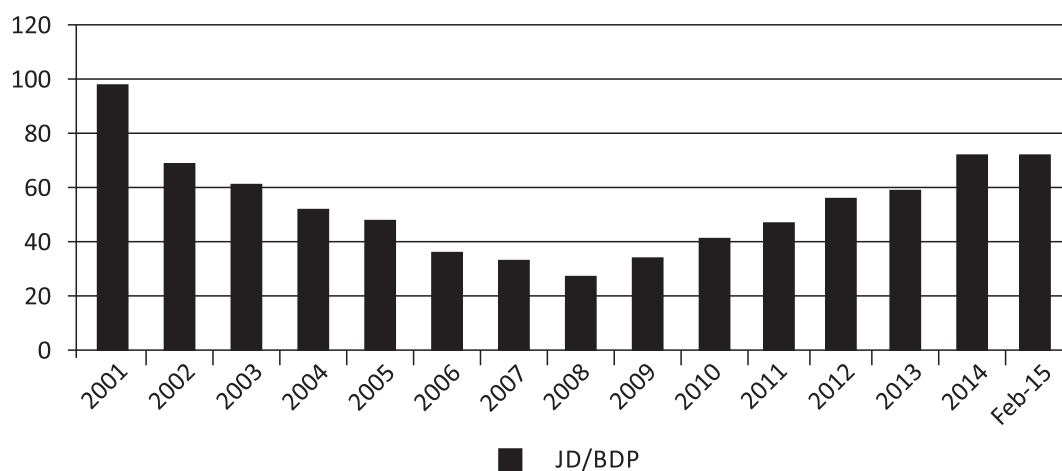
(HOV), denominovanih, prvo, u dinarima, a kasnije, u evrima. Međutim, nepoverenje investitora u državu kao emitenta, uslovalo je da emisija HOV u dinarima nije bila uvek uspešna, i da su najbolje prolazile kratkoročne emisije državnih dužničkih HO (tromesečni i šestomesečni zapisi). Takva situacija je uticala na porast zaduženosti u inostranoj valuti (investitori su bili zainteresovaniji za HOV indeksirane u evrima i evroobveznice) i udaljavanje bankarskog sektora od privrede. Zbog sve većeg učešća tzv. problematičnih kredita, banke su se okretale kupovini državnih HOV (najsigurniji način), čime je sve manje novca išlo ka preduzećima, što je dodatno otežavalo situaciju u ionako nedovoljno razvijenoj privredi RS (Kapor, 2014).

S obzirom na to da je javni dug prešao preko zakonski utvrđene granice (45% BDP), može se postaviti pitanje održivosti ovog pokazatelja, posebno ako se ima u vidu stepen konkurentnosti, odnosno, privredne razvijenosti RS. Dodatni problem predstavlja činjenica da ekspanziju javnog duga nije pratila izgradnja infrastrukturnih objekata, tj. adekvatna investiciona aktivnost. Dakle, pozajmljen novac nije trošen na pravi način, na način koji će imati dugoročne pozitivne efekte na privredu RS. Najjednostavnije rečeno, novo zaduživanje mora pratiti princip da ni jedan kredit nije skup ukoliko je uložen u domaću proizvodnju



Slika 2 Fiskalni bilans opšte države Republike Srbije

Izvor: NBS, *Statistički bilten NBS*, mart 2015.



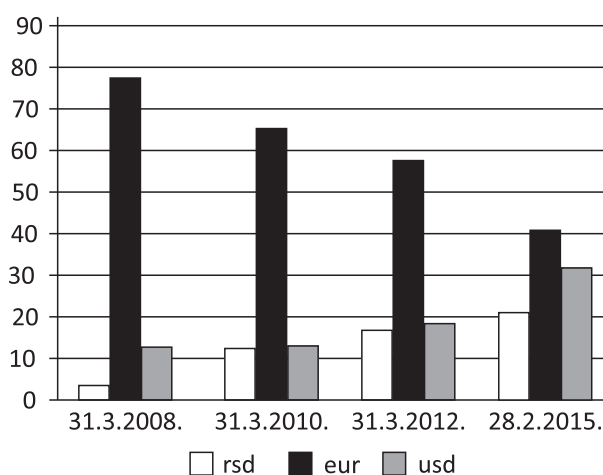
Slika 3 Učešće javnog duga u BDP-u Republike Srbije

Izvor: Ministarstvo finansija, *Bilten javnih finansija*, februar 2015.

i zapošljavanje, odnosno, da ni jedan nije povoljan ukoliko je namenjen državnoj potrošnji (Đinđić, Veselinović i Makojević, 2013).

Valutna struktura javnog duga, takođe, zahteva posebnu pažnju. Nemogućnost pozajmljivanja sredstava u domaćoj valuti u velikoj meri ograničava efekte sprovedenih ekonomskih politika. Nije dobro što je, prema podacima Ministarstva finansija Republike Srbije, na dan 28. februara 2015. godine nešto više od petine javnog duga u dinarima (21,16%). Ostatak je vezan za neku inostranu valutu, najčešće za evro - 40,54%. Međutim, kada se ta valutna struktura uporedi sa valutnom strukturom u prethodnim godinama, može se izvesti dosta drugačiji zaključak. U 2008. godini učešće javnog duga u dinarima je iznosilo samo 2,9%, dok je javni dug denominovan u evrima činio čak 77,1% ukupnog duga. Dakle, na osnovu navedenih podataka, u posmatranom periodu je očigledan porast učešća dinara (sa 2,9% na 21,16%) i druge najznačajnije valute, dolara (sa 13% na 32,81%) u odnosu na znatno smanjenje učešća evra (sa 77,1% na 40,54%) (Slika 4). S obzirom na to da je ekonomija RS okrenuta ka EU (preko 50% trgovinskih tokova se obavlja sa EU), može se postaviti pitanje opravdanosti povećavanja udela dolara u javnom dugu RS, naročito, ako se ima u vidu jačanje ove valute u odnosu na evro, u poslednje vreme.

Što se kamatnog rizika tiče, može se reći da je prema podacima Ministarstva finansija Republike Srbije, na dan 31. decembra 2014. godine, situacija povoljna. Oko 77% javnog duga ima fiksnu kamatnu stopu. Od preostalih 23% koji otpadaju na varijabilnu kamatnu stopu, sa skoro 65% su najzastupljeniji EURIBOR i LIBOR na EUR, što govori u prilog činjenici da je



Slika 4 Valutna struktura javnog duga Republike Srbije

Izvor: Autor, na osnovu *Biltena javnih finansija*

privreda RS u najvećoj meri okrenuta EU i evru kao zajedničkoj valuti zemalja Monetarne unije.

Očigledno je da je, posle više od decenije od otpočinjanja tranzicionih procesa, fiskalna neravnoteža i dalje prisutna, čak se u poslednjim godinama povećava. Može se reći da je ona u velikoj meri rezultat ekspanzije javne potrošnje i prevelikog rasta realnih zarada (beležen je rast koji je bio iznad stope rasta BDP). Značajno je napomenuti da je ovakav nivo javne potrošnje neodrživ sa stanovišta stabilnosti makroekonomske situacije u RS i potencijalnog ekonomskog rasta i razvoja. Pored toga, ovakav trend rasta javne potrošnje se negativno odražava i na unutrašnju i spoljnu ravnotežu, a samim tim i na porast javnog i spoljnog duga RS (Đinđić, Veselinović i Makojević, 2013). Otpočinjanjem globalne krize, povoljna kretanja iz svetskog okruženja su prekinuta, prihodi od privatizacije su znatno smanjeni tako da se rastući fiskalni deficit može finansirati samo zaduživanjem. Tu se može javiti problem održivosti tog duga. Iako je RS daleko od EU (samim tim još dalje od EMU), vođenje fiskalne i monetarne politike u smislu ispunjavanja Mاستrihtskih kriterijuma bi trebalo da bude cilj u narednom periodu.

PROBLEM DEFICITA TEKUĆEG RAČUNA I SPOLJNOG DUGA

Još jedan izuzetno značajan izvor informacija kreatorima ekonomske politike i potencijalnim investitorima (naročito, inostranim) može biti stanje tekućeg računa kao dela platnog bilansa neke zemlje. Kroz saldo tekućeg računa i praćenje priliva i odliva sredstava po osnovu razmene roba, usluga, dohodaka i transfera, odnosno, praćenje nastajanja obaveza prema inostranstvu i potraživanja iz inostranstva, vide se rezultati vođenja određene ekonomske politike (Kilibarda, 2011). Iako deficit tekućeg računa ne predstavlja problem sam po sebi, on može ukazivati da određeni problem postoji. Problem može biti način finansiranja tog deficita, ili ako on čini ekonomski rast neodrživim. Jedan od načina rešavanja ovog problema može biti kretanje kratkoročnog kapitala, s tim što je sprovođenjem adekvatnih mera neophodno zaštititi se od negativnih uticaja koje ovakvo kretanje kapitala

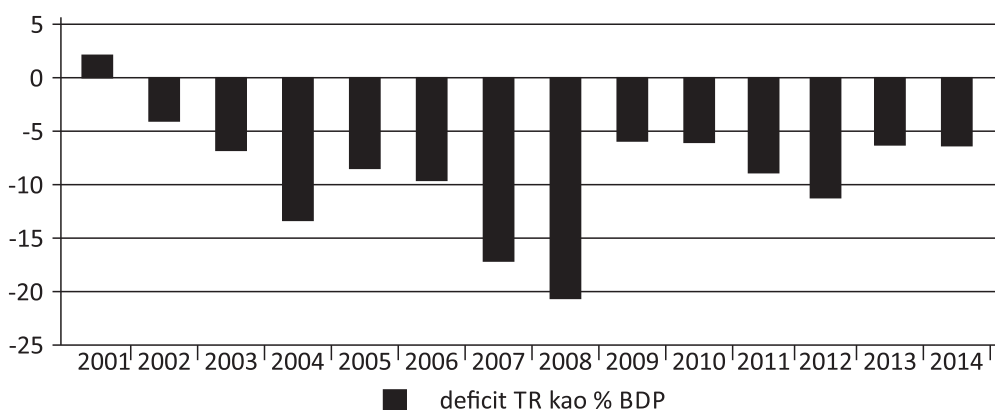
može imati na domaće tržište (Akbas, Lebe & Uluyol, 2014). Saldo tekućeg računa igra jednu od ključnih uloga prilikom definisanja pojma eksterne (ne) ravnoteže. Pri tom, kroz ovaj saldo saznajemo neke od ključnih činjenica poput toga da on mora biti jednak neto inostranim investicijama, odnosno, da mora biti jednak razlici između domaće štednje i domaćih investicija, odnosno, da predstavlja razliku između domaće proizvodnje roba i usluga i ukupne potrošnje roba i usluga. Na osnovu navedenog, deficit tekućeg računa podrazumeva negativne neto finansijske investicije, kao i činjenice da je domaća štednja manja od domaćih investicija i proizvodnja robe i usluga manja od potrošnje robe i usluga. Ono što je ključno za neku zemlju je da, u dugom roku, eksterna ravnoteža treba da podrazumeva da je bilans tekućih transakcija u ravnoteži, odnosno, da zemlja troši koliko i proizvodi, investira u granicama svoje akumulacije i uzima onoliko koliko i daje kredita (Kovačević, 2010).

Veliki deficit tekućeg računa (odnosno, uopšte njegov saldo) vrlo često može imati uticaj i na kretanje deviznog kursa, a samim tim i na konkurentnost izvoza neke zemlje. Iz tog razloga je značajno za kreatore ekonomske politike, odnosno, za sve one koji se bave problematikom deviznog kursa, konkurentnosti izvoza i sl. da u svoju analizu uključe i analizu stanja tekućeg računa, kao i procenu njegove održivosti. Svakako da visoki i dugotrajni deficiti tekućeg računa ne mogu biti beskonačno finansirani pozajmljivanjem iz inostranstva, tako da će u određenom trenutku postati neophodno izvršiti određena prilagođavanja. S obzirom na to da je značaj pomenute problematike veliki, bitno je utvrditi izvore deficita (odnosno, faktore koji utiču na stanje tekućeg računa), željeni nivo deficita koji je moguće održavati, kao i vremenski okvir u kom će se to sprovesti (Janković i Stanišić, 2013). Održivost deficita tekućeg računa je postalo značajno, ne samo ekonomsko, nego i političko pitanje. Na kraći rok, održivost deficita trgovinskog (samim tim i tekućeg) računa zavisi, pre svega, od očekivanog priliva stranih direktnih investicija, porasta deviznih rezervi usled otkupa efektivne od građana i porasta inostrane zaduženosti. Problem predstavlja što su sva tri navedena izvora na duži rok podložna znatnim fluktuacijama (posebno, u nerazvijanim zemljama), što može dovesti do neželjenih posledica.

Deficit tekućeg računa ne mora da bude sam po sebi loš. Ukoliko se ta sredstva koriste na pravi način i usmeravaju u produktivne domaće investicione projekte koji će biti pokriveni na osnovu prihoda koji će se ostvariti u narednom periodu, deficit može predstavljati znak da dolazi do strukturnih promena, što će biti omogućeno uz priliv kapitala (pre svega, opreme) i investicija od kojih se u narednom periodu može očekivati značajna stopa ekonomskog rasta i sustizanje razvijenijih zemalja (reč je o procesu koji podrazumeva visoke iznose produktivnih investicija, bez ugrožavanja eksterne ravnoteže). Ipak, činjenica je da zbog kvalitetnijih institucija, dubljeg i likvidnijeg finansijskog tržišta, raznovrsnije realne ekonomije, i sposobnosti (mogućnosti) da se izdaju obveznice u sopstvenoj valuti, deficit tekućeg računa znatno lakše održavati u razvijenim zemljama (Nikolić, 2010), odnosno, deficit tekućeg računa će biti održiv u onoj meri i u onim rokovima za koje poverioci veruju da može biti održiv. Dakle, teško je kvantitativno iskazati kada deficit tekućeg računa postaje problem. Prema MMF-u i Svetskoj banci, to je 5% BDP. Međutim, savremeni uslovi poslovanja, sve veća integrisanost finansijskih tržišta i uključenost i nerazvijenih zemalja u svetske finansijske tokove su uticali da se ta granica relativizuje. Činjenica je da postoje brojni primeri zemalja koje su tokom dužeg perioda održavale i finansirale velike deficite tekućeg računa, uz

zadovoljavajuće stope privrednog rasta i izbegavanje platnobilansne krize. Jednostavno, sredstva su korišćena na pravi način.

Kao što se na osnovu Slike 5 može zaključiti, RS se suočava sa problemom deficita tekućeg računa. Od 2003. godine, ovaj deficit je konstantno iznad pomenute granice od 5% BDP, što može da dovede u pitanje njegovu održivost, naročito, imajući u vidu stanje privrede RS i svetske ekonomije. Pri tome, pored iznosa deficita, značajna je i njegova struktura, a ona je u slučaju RS nepovoljna. Po održivost deficita mnogo veći problem predstavlja veliki spoljnotrgovinski deficit, nego deficit u podbilansu dohotka. Veliki spoljnotrgovinski deficit, naročito, u dužem periodu, govori da se zemlja suočava sa određenim strukturnim problemima koji se manifestuju kroz nedovoljnu konkurentnost na inostranom tržištu. Očigledno, nakon 2000. godine, usled započinjanja procesa pristupanja RS Evropskoj uniji, izvršeno je naglo otvaranje tržišta, i to nije iskorišćeno na najbolji mogući način. Povećanje trgovinske otvorenosti je rezultiralo u tri puta većoj robnoj razmeni sa svetom. Pored toga što je u prvoj deceniji, izvoz više porastao od uvoza (izvoz: 3,9 puta, a uvoz: 2,7 puta), i dalje prisutan deficit govori da je to bilo nedovoljno. Problem je bio u različitim startnim osnovama (u 2001. godini, uvoz robe je bio 2,5 puta veći od izvoza). Na



Slika 5 Deficit tekućeg računa kao % BDP-a Republike Srbije

Izvor: Ministarstvo finansija, *Bilten javnih finansija*, februar 2015.

osnovu podataka, do 2008. godine se može govoriti o rastućem trendu deficita tekućeg računa, koji je u 2008. godini iznosio skoro 21% BDP-a RS. Međutim, tada je došlo do globalne krize koja je negativno delovala na robni izvoz RS (smanjen je za 19,76%), ali je dovela do još značajnijeg pada robnog uvoza (30,18%), što se pozitivno odrazilo na deficit tekućeg računa - u 2009. godini, on je iznosio 6,2% BDP-a. Svetska ekonomska kriza je dovela do pada privredne aktivnosti u celom svetu (samim tim i u RS), pri čemu je pad izvoza RS bio posledica velikog smanjenja cena primarnih proizvoda na svetskom tržištu, dok je posledica pada industrijske proizvodnje i domaće potrošnje u RS bila smanjenje uvoza (NBS, Statistički bilten, 2012). Nakon toga, opet je primetan trend rasta deficita tekućeg računa (u 2012. godini je ponovo bio dvocifren: 11,5%), sve do poslednje dve posmatrane godine, kada dolazi do primetnog povećanja izvoza RS (pre svega, posledica izvoza FAS) i vraćanja deficita u okviru iz 2009. godine - oko 6% BDP-a.

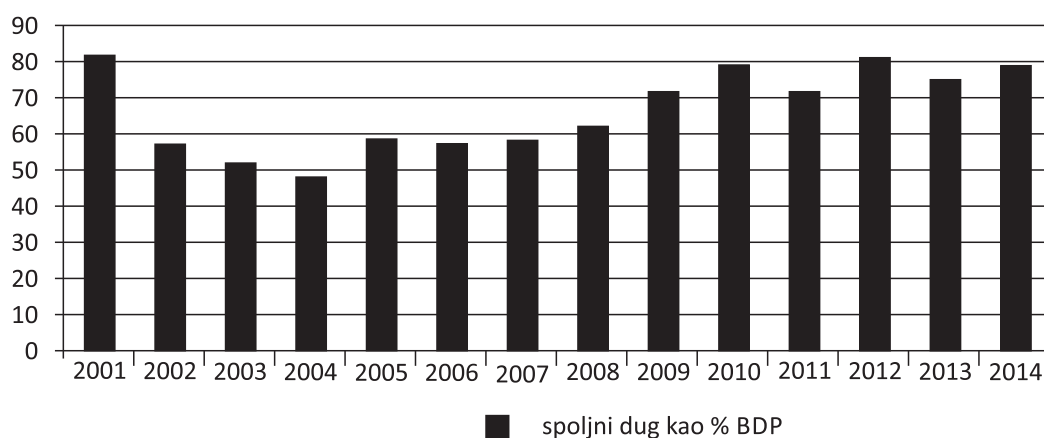
Očigledno je, javlja se problem finansiranja ovog deficita. SDI, kao jedan od izvora finansiranja su pokazale izuzetnu nestabilnost. Posle 2006. godine (kada je dostignut maksimum), u narednim godinama, taj priliv je bio ispod očekivanog. Pri tome, potrebno je bilo podsticati greenfield investicije koje podstiču produktivnost i tehnološki napredak, naročito u sektoru razmenljivih dobara (koja su izvozno orijentisana). Priliv u sektor nerazmenljivih dobara (banke, trgovina, nekretnine) može imati i negativne efekte u vidu kreditne ekspanzije, porasta cena imovine, porasta plata, premeštanja resursa od razmenljivih ka nerazmenljivim dobrima itd, što vodi još većem deficitu tekućeg računa (Unković i Kordić, 2011). Tokom 2009. godine, više od polovine i onako znatno smanjenih inostranih sredstava otišlo je u sektor nerazmenljivih dobara. Iako su doznake radnika iz inostranstva bile prilično konstantna stavka (u slučaju RS, i značajna), i one su se pokazale nedovoljnim. Zbog navedenog, RS je bila primorana da se okrene pozajmljivanju sredstava iz inostranstva. Ovo ne mora biti problem, ako se ta sredstva usmeravaju u produktivne domaće investicione projekte koji će biti pokriveni ostvarenim prihodima u narednom periodu. Međutim, ukoliko su deficiti posledica prevelike potrošnje, koja nastaje kao posledica pogrešno vođene državne politike, loše

isplaniranih investicionih projekata, mogu se pojaviti: gubitak poverenja inostranih investitora, problem zaduživanja pod nepovoljnijim uslovima, pa čak i dužnička kriza. Jednostavno, ekonomski rast ne može biti dugoročno baziran na ekspanziji domaće tražnje koja konstantno generiše fundamentalne spoljne i unutrašnje ravnoteže i povećava opštu zaduženost. Potencijalni problemi u prilivu kapitala mogu srušiti koncept rasta, i pretvoriti ga u suprotnost (Ćurković, 2010).

Kada se analizira zaduženost, nije bitan apsolutni iznos tog duga, već se posmatraju pokazatelji koji ukazuju na nivo zaduženosti u odnosu na ekonomski i izvozni potencijal zemlje i sposobnost zemlje da izmiruje svoje obaveze po spoljnom dugu (indikatori eksterne solventnosti i likvidnosti). Osnovni indikator eksterne solventnosti (spoljni dug/BDP - Slika 6) se u poslednjim godinama nalazi blizu ulaska u zonu prezaduženosti (prema kriterijumu Svetske banke to je 80% BDP-a). Smanjenje ovog indikatora je znak da stopa rasta BDP-a raste brže od stope rasta spoljnog duga, čime se poboljšava sposobnost otplate dugova, i obrnuto, porast vrednosti ovog indikatora bi govorio da stopa rasta zaduživanja raste brže od stope rasta BDP-a, pri čemu porast vrednosti ovog indikatora iznad propisanih granica ukazuje na moguće probleme sa solventnošću zemlje i povećava rizik pojave teškoća u otplati zajmova (Janković i Stanišić, 2013).

S obzirom na to da izvoz predstavlja najvažniji generator održivosti spoljnog duga, mnogi ekonomisti smatraju da je indikator spoljni dug/izvoz robe i usluga pouzdaniji pokazatelj (koliko opterećenje predstavlja spoljni dug za ekonomske tokove sa inostranstvom u tekućoj godini mereno izvozom roba i usluga). U ovom slučaju, granica održivosti prema kriterijumu Svetske banke je 220% i RS je do 2013. godine bila blizu te granice. Nakon toga, u naredne dve godine, sledi značajno poboljšanje ovog indikatora, koje je delimično rezultat pomenutog povećanja izvoza u posmatranom periodu.

Što se indikatora likvidnosti tiče, situacija je slična. U ovom slučaju se problem posmatra kratkoročno, i u odnos se stavlja otplata dugova sa BDP, odnosno, izvozom robe i usluga (koji se može uvećati za doznake iz inostranstva). U posmatranom periodu,



Slika 6 Spoljni dug kao % BDP-a Republike Srbije

Izvor: Ministarstvo finansija, *Bilten javnih finansija*, februar 2015.

učešće otplate duga u BDP-u je konstantno iznad 10% (dostizalo je i 14%), što je svakako veliko opterećenje. Još teža situacija se dobija kada stavimo u odnos otplatu duga sa izvozom robe i usluga. Granica prezaduženosti je 25% - 30%, i po ovom pokazatelju RS je bila konstantno u zoni prezaduženosti (u 2009. godini ovaj pokazatelj je iznosio 46%). Čak i kad se uključe doznake iz inostranstva, RS se stalno nalazila na granici prezaduženosti - između 25% i 30%. Ono što je dobro je to, što je u poslednje dve godine i ovaj pokazatelj zabeležio izešno poboljšanje, što još jednom dokazuje da se povećanje izvoza može videti u navedenim statističkim pokazateljima (NBS, Analiza duga Republike Srbije, 2014).

Zaključak koji se može izvesti na osnovu analize pomenutih indikatora je da oni ipak ne pokazuju tendenciju konstantnog i značajnog rasta, već se nalaze blizu granica prezaduženosti. U narednom periodu, veći problem će predstavljati kratkoročna likvidnost, imajući u vidu velike obaveze koje dospevaju za naplatu. Dodatni problem predstavljaju male, a u pojedinim godinama i negativne stope rasta BDP. Pravi put, koji vodi ka popravljaju stanja eksterne solventnosti i likvidnosti bilo bi dalje povećanje izvoza robe i usluga. Istovremeno, treba raditi na što većem privlačenju stranih direktnih investicija i njihovom adekvatnom korišćenju. Ukoliko ove mere

izostanu, ulazak RS u zonu prezaduženosti može imati dodatne negativne posledice u vidu snižavanja kreditnog rejtinga i otežanih uslova zaduživanja na međunarodnom tržištu (Mirković i Knežević, 2013), što negativno deluje na celokupnu eksternu poziciju RS.

DVOSTRUKI DEFICIT U REPUBLICI SRBIJI

Na osnovu navedenih podataka, može se zaključiti da se RS konstantno suočava sa problemom dvostrukog deficita (izuzetak je 2005. godina, kada je fiskalni bilans opšte države bio pozitivan - 1,1% BDP). Dakle, RS od početka tranzicionog procesa više troši nego što proizvodi, više investira nego što štedi. Korišćenjem osnovnog makroekonomskog identiteta otvorene privrede (uz određena pojednostavljenja), dobijen je način upotrebe BDP RS u XXI-om veku (Tabela 2). Još jednom je potvrđena činjenica da je, pored veličine deficita tekućeg računa, značajna i njegova struktura - podaci govore da je deficit tekućeg računa RS u najvećoj meri rezultat spoljnotrgovinskog deficita. Maksimum je dostignut neposredno pre izbivanja krize. Nakon toga, jedan od pozitivnih efekata preliivanja krize na RS je bilo veće smanjenje uvoza od izvoza RS, i, kao posledica toga, značajno manji deficit tekućeg računa

Tabela 2 Upotreba BDP-a Republike Srbije

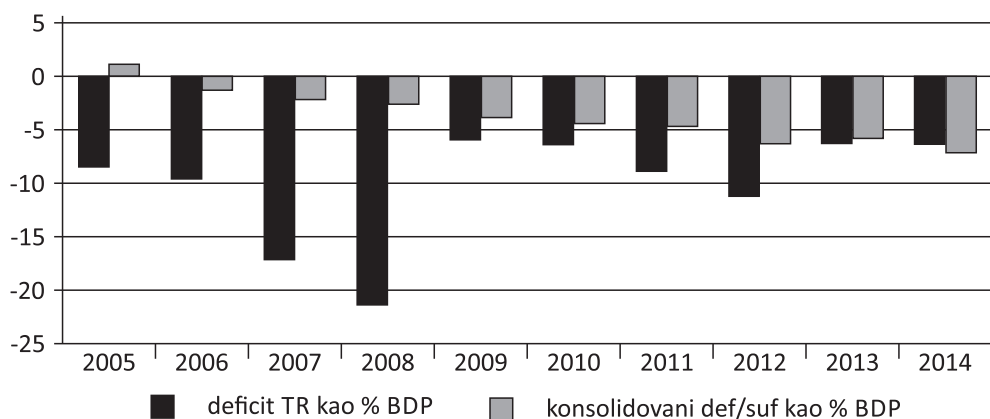
	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.
X - M, kao % BDP-a	-15,3	-18,1	-17,6	-26,4	-20	-20,3	-24,3	-25	-15,9	-15	-15,4	-16,7	-10,7	-10
I kao % BDP-a	19,2	21,2	22,1	29,8	24,8	25,1	29,1	30,3	19,5	18,5	20,1	21	17,6	15,6
C kao % BDP-a	76,6	75,4	73,5	75,7	75,7	75,9	75	75,3	77,7	78	77,1	77,1	75,3	76,2
G kao % BDP-a	19,4	21,4	21,9	20,8	19,6	19,4	20,2	19,5	18,8	18,5	18,2	18,6	17,8	18,2
S = I + X - M	3,9	3,1	4,5	3,4	4,8	4,8	4,8	5,3	3,6	3,5	4,7	4,3	6,9	5,6

Izvor: Autor, na osnovu: RZS Srbije, *Upotreba bruto domaćeg proizvoda (BDP) Republike Srbije 1995-2014.*

(samim tim i spoljnotrgovinski deficit - u 2008. godini je iznosio 25% BDP-a, a u 2009. godini 15,9% BDP-a). Poslednje dve godine posmatranog perioda potvrđuju činjenicu da je došlo do bolje pokrivenosti uvoza izvozom, odnosno, do smanjenja spoljnotrgovinskog deficita, i on sada iznosi oko 10% BDP-a. Saldo X - M pokazuje koliko je, procentualno izraženo, potrošnja mogla biti veća od proizvodnje u RS. Zanimljivo je to da su tekuća i budžetska potrošnja tokom posmatranog perioda prilično konstantne (za tekuću potrošnju proseka je iznosio 76% BDP-a, a za budžetsku potrošnju 19,45% BDP-a), dok se najveće oscilacije primećuju

kod investicione potrošnje (od 30,3% BDP-a u 2008. godini, kada je zabeležen najveći spoljnotrgovinski deficit, do 15,5% BDP, kada je zabeležen najmanji spoljnotrgovinski deficit). Očigledno, neophodno je da se putem spoljnotrgovinskog deficita prvo finansiraju tekuća i budžetska potrošnja, dok, tek spoljnotrgovinski deficit iznad određenog procenta utiče pozitivno i na investicionu potrošnju.

Slika 7 pokazuje kako se kretao dvostruki deficit u RS u posmatranom periodu. Dok je globalna kriza uticala na prekid rasta deficita tekućeg računa, dotle

**Slika 7** Dvostruki deficit u Republici Srbiji

Izvor: Ministarstvo finansija, *Bilten javnih finansija*, februar 2015.

se budžetski deficit skoro konstantno uvećavao od 2001. godine. Nakon 2009. godine, ova dva deficita su ponovo imala slične tendencije u kretanju. Na osnovu podataka iz Tabele 2, zaključuje se da je budžetska potrošnja prilično konstantna, što znači da je ona rasla po približno istoj stopi kao i BDP. S obzirom na to da je budžetski deficit rastao, očigledno je da budžetski prihodi nisu rasli po dovoljno visokoj stopi (ne prate rast rashoda, odnosno, BDP-a). Smanjenje deficita tekućeg računa je uticalo na to da u poslednje dve godine ova dva deficita budu skoro izjednačena. Dakle, uspostavljen je bolji odnos između uvoza i izvoza, procentualno gledano, u odnosu na BDP ukupna potrošnja se smanjila, a državna potrošnja je ostala na istom nivou. Ono što treba da brine je to što smanjenjem deficita tekućeg računa dolazi i do smanjenja učešća investicione potrošnje u BDP-u. Očigledno, domaća štednja je još uvek nedovoljna, i deficit tekućeg računa se, pre svega, koristi za finansiranje prevelike državne potrošnje. Tek ono što ostane nakon toga, koristi se za povećanje investicione potrošnje.

ZAKLJUČAK

Problem dvostrukog deficita u Republici Srbiji postoji. Može se reći da za RS još uvek ne predstavlja veliki problem pojedinačno posmatranje budžetskog deficita (koji je iznad granice za ulazak u EMU), javnog duga (koji je iznad zakonski utvrđene granice), spoljnog duga (koji se nalazi na granici prezaduženosti), relativno visoke domaće zaduženosti privrede i stanovništva (uz visoku indeksaciju obaveza u stranoj valuti), već problem može da predstavlja kombinacija svih ovih dugova, koja bi slabu ekonomiju RS i njeno relativno siromašno stanovništvo mogla da suoči sa lošim posledicama u vidu neizmirivanja obaveza na svim nivoima (Kapor, 2014).

U slučaju RS, jednostavnom kvalitativnom analizom raspoloživih podataka, ne može se u potpunosti potvrditi postojanje hipoteze dvostrukog deficita, tj. ne može se u potpunosti potvrditi prva hipoteza ovog rada. Do izbijanja globalne krize, može se reći da su ova dva deficita zajedno rasla, međutim u 2009. godini je došlo do suprotnih kretanja - budžetski deficit je nastavio da raste (sa 2,6% BDP-a na 4,4% BDP-a), a

deficit tekućeg računa se značajno smanjio (sa 20,9% BDP-a na 6,2% BDP-a). Nakon ove godine, može se reći da opet postoje slične tendencije u kretanju pomenutih deficita.

Analiza načina upotrebe BDP-a RS dovela je do određenih zaključaka. Utvrđeno je prilično konstantno učešće tekuće i budžetske potrošnje u BDP-u RS, dok je jedini pokazatelj koji je varirao bila investiciona potrošnja. Porast deficita tekućeg računa je uticao na povećana izdvajanja za investicionu potrošnju, čime se potvrđuje druga hipoteza rada. Očigledno, povećanje spoljnotrgovinskog deficita (odnosno, deficita tekućeg računa) tek iznad određenog procenta, pozitivno utiče na investicionu potrošnju. Domaća štednja je nedovoljna, a deficit tekućeg računa se, pre svega, koristi za finansiranje prevelike državne potrošnje. Tek kad se te potrebe zadovolje, ukoliko ima sredstava, ona idu na povećanje investicione potrošnje. Konstantno učešće budžetske potrošnje u BDP-u, uz povećan budžetski deficit, ukazuje da (pored prevelike državne potrošnje) stopa rasta budžetskih prihoda ne prati stopu rasta budžetskih rashoda.

Osnovno ograničenje ovog rada je nedostatak adekvatnih podataka u dovoljno dugom periodu, kako bi bilo moguće sprovesti složenije statističko-ekonometrijske analize. Ovo će poslužiti kao ideja za buduća istraživanja - dokazivanje statističke povezanosti između ova dva deficita. Istovremeno, kao osnovni doprinos se može izdvojiti bolje razumevanje pojma dvostruki deficit, odnosno, shvatanje uticaja koji prevelika budžetska potrošnja, finansirana na pogrešan način, ima (i može imati u narednom periodu) na ekonomiju Republike Srbije.

Na osnovu utvrđenih zaključaka, jasno je da su loša privredna struktura i nedostatak industrijskih kapaciteta pouzdan znak da u RS jednostavno povećanje potrošnje ne može dati pozitivne rezultate. Neophodno je, na odgovarajući način, istovremeno raditi na smanjivanju oba deficita. S jedne strane, potrebno je izvršiti racionalizaciju budžetske potrošnje, dok, s druge strane, treba više ulagati u infrastrukturu i proizvodnju (naročito, izvozno orijentisanu), kako bi vremenom privreda RS bila u mogućnosti da, u što većoj meri, iz internih izvora finansira eventualni budžetski deficit. Takva situacija bi pozitivno delovala

i na povećanje stepena samostalnosti u vođenju ekonomske politike. Vremenom bi moglo doći i do značajnijeg povećanja domaće štednje (jedan od najvažnijih faktora ekonomske stabilnosti) i prelaska iz zone deficita u zonu suficita tekućeg računa

ZAHVALNICA

Ovaj rad je deo Projekta integralnih i interdisciplinarnih istraživanja (broj III 47005), koji finansira Ministarstvo prosvete, nauke i tehnološkog razvoja Republike Srbije

REFERENCE

- Akbas, Y., Lebe, F., & Uluyol, O. (2014). Analyzing The Relationship Among The GDP - Current Account Deficit and Short Term Capital Flows: The Case of Emerging Markets. *Journal of Management & Economics*, 21(2), 293-303.
- Azgun, S. (2012). Twin Deficit Hypothesis: Evidence from the Turkish Economy. *Dogus University Journal*, 13(2), 189-196.
- Barro, R. (1989). The Ricardian Approach to Budget Deficits. *The Journal of Economic Perspectives*, 3(2), 37-54.
- Bartolini, L., & Lahiri, A. (2006). Twin Deficits, Twenty Years Later. *Current Issues in Economics & Finance*, 12(7), 1-7.
- Bolat, S., Emirmahmutoglu, F., & Belke, M. (2014). The Dynamic Linkages of Budget Deficits and Current Account Deficits Nexus in EU Countries: Bootstrap Panel Granger Causality Test. *International Journal of Economic Perspectives*, 8(2), 16-26.
- Busch, B., Gromling, M., & Matthes, J. (2011). Current Account Deficits in Greece, Portugal and Spain - Origins and Consequences. *Intereconomics: Review of European Economic Policy*, 46(6), 354-360. Doi: 10.1007/s10272-011-0400-9
- Ćurković, V. (2010). Svetska finansijska kriza i njen uticaj na Srbiju. *Singidunum Revija*, 7(1), 259-269.
- Đinđić, S., Veselinović, P. i Makojević, N. (2013). Javni dug - ograničavajući faktor razvoja privrede Republike Srbije. U V. Leković (Ur.). *Institucionalne promene kao determinanta privrednog razvoja Srbije* (str. 324-242). Kragujevac: Republika Srbija, Ekonomski fakultet Univerziteta u Kragujevcu.
- Janković, N. i Stanišić, N. (2013). Deficit tekućeg računa kao ograničavajući faktor privrednog razvoja Srbije. U V. Leković (Ur.), *Institucionalne promene kao determinanta privrednog razvoja Srbije* (str. 225-242). Kragujevac: Republika Srbija, Ekonomski fakultet Univerziteta u Kragujevcu.
- Jošić, H. i Jošić, M. (2011). Dvostruki deficit ili dvostruka divergencija u Hrvatskoj. U A. Pavković (Ur.), *Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu* (str. 1-16). Zagreb: Ekonomski fakultet Sveučilišta u Zagrebu.
- Kapor, P. (2014). „Začarani krug“ dugova Srbije. U M. Kovačević i V. Grečić (Ur.), *Stanje i perspektive ekonomsko-finansijskih odnosa Srbije sa inostranstvom* (str. 151-160). Beograd: Republika Srbija, Ekonomski fakultet Univerziteta u Beogradu.
- Kilibarda, B. (2011). *Platni bilans Crne Gore - teorija i praksa*, Podgorica: Crna Gora, Centralna banka Crne Gore.
- Kouassi, E., Mougoue, M., & Kymn, K. O. (2004). Causality Tests of the Relationship between the Twin Deficits. *Empirical Economics*, 29(3), 503-525. Doi: 10.1007/s00181-003-0181-5
- Kovačević, R. (2010). *Međunarodne finansije*. Beograd: Republika Srbija, Ekonomski fakultet Univerziteta u Beogradu.
- Ministarstvo finansija Republike Srbije. (2015). *Bilten javnih finansija*. Retrieved 26. May 2015, from <http://www.mfin.gov.rs/UserFiles/File/bilten%20javne%20finansije/bilten-126-web.pdf>.
- Mirković, V. i Knežević, M. (2013). Dug Republike Srbije kao prepreka ekonomskom rastu. U V. Leković (Ur.), *Institucionalne promene kao determinanta privrednog razvoja Srbije* (str. 305-322). Kragujevac: Republika Srbija, Ekonomski fakultet Univerziteta u Kragujevcu.
- Nargelecekenler, M., & Giray, F. (2013). Assessing the Twin Deficits Hypothesis in Selected OECD Countries: An Empirical Investigation. *Business and Economics Research Journal*, 4(4), 1-23.
- Narodna banka Srbije. (2012). *Statistički bilten*. Retrieved 25. May 2015, from http://www.nbs.rs/static/nbs_site/gen/latinica/90/statisticki/sb_08_12.pdf
- Narodna banka Srbije. (2014). *Analiza duga Republike Srbije*. Retrieved 27. May 2015, from http://www.nbs.rs/export/sites/default/internet/latinica/90/dug/dug_I_2014.pdf
- Narodna banka Srbije. (2015). *Statistički bilten*. Retrieved 27. May 2015, from http://www.nbs.rs/static/nbs_site/gen/latinica/90/statisticki/sb_03_15.pdf.
- Nikolić, G. (2010). *Pokazatelji spoljnotrgovinske razmene Srbije sa Evropskom unijom i svetom*. Beograd: Republika Srbija, Zavod za udžbenike.

- Republički zavod za statistiku. (2015). *Upotreba bruto domaćeg proizvoda (BDP) Republike Srbije 1995-2014*. Retrieved 6. June 2015, from <http://webrzs.stat.gov.rs/WebSite/Public/PageView.aspx?pKey=61>.
- Sulikova, V., Sinicakova, M., & Horvath, D. (2014). Twin Deficits in Small Open Baltic Economies. *Panoeconomicus*, 61(2), 227-239. Doi:10.2298/PAN1402227S
- Tosun, M. U., Iyidogan, P. V., & Telatar, E. (2014). The Twin Deficits in Selected Central and Eastern European Economies: Bounds Testing Approach with Causality Analysis. *Romanian Journal of Economic Forecasting*, 17(2), 141-160.
- Unković, M., i Kordić, N. (2011). Mogućnosti Srbije za privlačenje stranih direktnih ulaganja. *Singidunum Revija*, 8(1), 163-177.

Primljeno 9. juna 2015,
nakon revizije,
prihvaćeno za publikovanje 17. avgusta 2015.
Elektronska verzija objavljena 25. avgusta 2015.

Nenad Janković je docent na Ekonomskom fakultetu Univerziteta u Kragujevcu, gde je doktorirao u naučnoj oblasti Međunarodne finansije. Izvodi nastavu na nastavnim predmetima Međunarodne finansije. Oblasti njegovog naučnog interesovanja su međunarodna ekonomija, međunarodne finansije i politika deviznog kursa.

A TWIN DEFICIT - THE ISSUE OF THE SERBIAN ECONOMY

Nenad Jankovic

Faculty of Economics, University of Kragujevac, Kragujevac, The Republic of Serbia

The concept of a twin deficit relates to a budget deficit and a current account deficit. In the literature, there is no unique answer to the question of what the causal relationship between these deficits is. In any case, the existence of these deficits indicates that the spending of a country is higher than its production and investments are greater than savings. The form of financing could be a potential problem, as well as the manner of the use of these funds. Crisis situations contribute to the increasing importance of the issue. In these situations, those countries where a budget deficit chronically appears and which do not have enough domestic savings to finance excessive government spending will be in a worse position. The Republic of Serbia belongs to the group of countries where a budget deficit is a chronic phenomenon financed by external sources; therefore, the paper will analyze the issue of a twin deficit.

Keywords: a budget deficit, a current account deficit, a twin deficit, a public debt, an external debt, the Republic of Serbia

JEL Classification: E21, E22, F32, F34, H62, H63