

**INSTITUCIONALNE PROMENE
KAO DETERMINANTA
PRIVREDNOG RAZVOJA
REPUBLIKE SRBIJE**

Redaktori
Vlastimir Leković
Petar Veselinović

**UNIVERZITET U KRAGUJEVCU
EKONOMSKI FAKULTET**

**INSTITUCIONALNE PROMENE
KAO DETERMINANTA
PRIVREDNOG RAZVOJA
REPUBLIKE SRBIJE**

Redaktori

Vlastimir Leković

Petar Veselinović

UNIVERZITET U KRAGUJEVCU - EKONOMSKI FAKULTET

Izdavač

Ekonomski fakultet Univerziteta u Kragujevcu

Za Izdavača

Dekan Fakulteta, Petar Veselinović

Recenzenti

Boban Stojanović

Ljubinka Joksimović

Slavica Manić

Slobodan Cvetanović

Redaktori

Vlastimir Leković

Petar Veselinović

**Štampanje Zbornika radova finansijski je podržalo
Ministarstva prosvete, nauke i tehnološkog razvoja
Republike Srbije, Rešenje broj: 451-03-264/2019-14**

Tehnička priprema

Igor Milanović

Štampa

InterPrint - Kragujevac

Tiraž - 150

ISBN 978-86-6091-088-4

© Ekonomski fakultet Univerziteta u Kragujevcu 2019

Sva prava su zaštićena. Nijedan deo ove knjige ne sme biti reprodukovani niti smešten u sistem za pretraživanje ili transmitovanje u bilo kom obliku, elektronski, mehanički, fotokopiranjem, snimanjem ili na drugi način, bez prethodne pismene dozvole Izdavača.

SADRŽAJ

PREDGOVOR.....	VII
----------------	-----

UVODNI REFERATI

Privredni rast i investiciona konsolidacija javnih preduzeća u Republici Srbiji	
Edvard Jakopin.....	3
Razvojne performanse i konkurentnost industrije Republike Srbije	
Vladimir Mičić i Ljubodrag Savić.....	31

REFERATI

Divergencija dohodaka i druge nejednakosti kao faktori ekonomske (ne)uspešnosti	
Vlastimir Leković.....	55
Institucionalna rešenja u funkciji ravnomernog regionalnog razvoja Republike Srbije	
Petar Veselinović.....	75
Cena radne snage i ekonomski suverenitet	
Boban Stojanović, Vladan Vučić i Zorana Kostić.....	99
Institucionalni poredak i preduzetništvo	
Dragan Petrović i Zoran Stefanović.....	115
Tri stuba ekonomske održivosti privrede Republike Srbije	
Saša Randelović, Mirjana Gligorić i Svetozar Tanasković.....	137
Nerazvijenost društvene infrastrukture kao uzrok izostanka ekonomske konvergencije zemalja	
Slobodan Cvetanović, Igor Mladenović i Danijela Despotović.....	173

<i>Modus vivendi</i> negativne slobode i demokratije: Može li Republika Srbija (p)ostati slobodna?	
Slavica Manić i Jelena Grković	189
Institucionalni aspekti privatizacije u Republici Srbiji - analiza ostvarenog	
Marko B. Tmušić	205
Dinamika odnosa bruto domaćeg proizvoda, investicija i trgovinskog bilansa u Republici Srbiji i izabranim balkanskim zemljama	
Ljiljana Maksimović i Milan Kostić	233
Institucionalni aspekt unapređenja konkurentnosti privrede Republike Srbije	
Marija Petrović Ranđelović i Dalibor Miletić.....	249
Konkurentnost industrije kao pokazatelj dostignutog nivoa razvijenosti Republike Srbije	
Alma Dobardžić, Eldin Dobardžić i Danijela Pavlović	269
Model tranzicije institucija u Republici Srbiji	
Gordana Milovanović.....	285
Ključne determinante kvaliteta zaposlenosti u Republici Srbiji	
Gordana Marjanović i Vladimir Mihajlović	295
Kvalitet institucija u zemljama Jugoistočne Evrope: Da li postoje razlike?	
Marija Radulović	315
Održivi razvoj ruralnog turizma u Republici Srbiji	
Nikola Bošković, Lela Ristić i Mirjana Knežević	337
Stanje i društveno-ekonomske posledice siromaštva u Republici Srbiji	
Ivan Božović i Verodrag Miletić	355

Siromaštvo kao dimenzija ekonomske isključenosti ruralnih područja Republike Srbije	
Miloš Dimitrijević i Nikola Makojević	373
Primena informacione tehnologije u osiguranju kao faktor konkurentske prednosti	
Jelena Božović i Tamara Matović	395
Implementacija Bazel III regulative međunarodnog bankarstva u Republici Srbiji	
Aleksandra Pešterac	413
Analiza spoljnog duga Republike Srbije u postkriznom periodu	
Jelena Živković	433
Sektor informaciono-komunikacionih tehnologija može imati ulogu katalizatora rasta privrede	
Vladimir Mitrović i Ivana Mitrović.....	453

ANALIZA SPOLJNOG DUGA REPUBLIKE SRBIJE U POSTKRIZNOM PERIODU

Jelena Živković*

Inostrano finansiranje, kao izvor povećanja proizvodnih mogućnosti i privrednog rasta, uglavnom se vezuje za zemlje u razvoju s obzirom na njihovu nedovoljnu akumulaciju i rastuću potrebu za investiranjem. Međutim, svetska ekonomska kriza iz 2008. godine ukazala je na činjenicu da se sa problemom visoke zaduženosti suočavaju i razvijene ekonomije. Strano kreditiranje može biti efikasan element makroekonomske politike ukoliko se dobijena sredstva racionalno koriste i ako zemlja ima kapacitet za njihovo servisiranje. Republika Srbija karakteriše se visokim učešćem spoljnog duga u BDP-u, što je delimično posledica delovanja svetske ekonomske krize koja je vidno oslabila privredu, pa je izlazak iz recesije zahtevao dodatno zaduživanje u inostranstvu. Izmirivanje spoljnofinansijskih obaveza zavisi ne samo od visine spoljnog duga, već i od opštih ekonomskih prilika u zemlji. Iz tog razloga, neophodno je obezbediti makroekonomsku stabilnost.

Ključne reči: spoljni dug, svetska ekonomska kriza, Republika Srbija

Uvod

Problem prezaduženosti je uvek aktuelno pitanje s obzirom na to da od sposobnosti zemlje da redovno i bez potrebe za reprogramiranjem isplaćuje svoje spoljnofinansijske obaveze zavisi i njeno kotiranje na međunarodnoj ekonomskoj sceni. Problem otplate spoljnog duga se uglavnom vezuje za zemlje u razvoju jer se radi o državama čije privrede karakteriše niži stepen razvijenosti uz nedovoljnu domaću akumulaciju i uvoz koji daleko nadmašuje izvoz. Međutim, sa istim problemom se mogu suočiti i razvijene ekonomije ukoliko u dužem vremenskom periodu potrošnja prevazilazi proizvodnju uz sporiji tempo razvoja privrede koji je fokusiran na izvozno orijentisane grane.

* Student doktorskih studija Ekonomskog fakulteta Univerziteta u Kragujevcu,
jelena.zivkovicfb@gmail.com

Spoljni dug zemlje nastaje kao posledica nemogućnosti saniranja spoljnotrgovinskog deficita kada potrošnja premašuje kapacitete proizvodnje. U takvoj situaciji, zarad održavanja ravnotežnog privrednog sistema, država je prinuđena da se zadužuje u inostranstvu. Poznato je kakve posledice je izazvala dužnička kriza 1980-ih godina, pa je logično što i među razvijenim ekonomijama vlada strah od mogućeg pada solventnosti. Naime, upravo zemlje sa najrazvijenijim privredama karakteriše najviši nivo zaduženosti. Međutim, sa problemom održivosti spoljnog duga suočavaju se najčešće srednje razvijene zemlje, odnosno zemlje u razvoju i zemlje u tranziciji. Prilikom analiziranja mogućnosti otplate spoljnih obaveza bez ugrožavanja privrednog rasta neophodno je, osim njegove visine, posmatrati i njegov odnos prema bruto domaćem proizvodu, zatim visini izvoza, stranih direktnih investicija i opštu ekonomsku situaciju. Ekonomska politika zemlje, kao i njen kreditni rejting predstavljaju bitne faktore prilikom razmatranja pitanja da li zemlja ima problem sa otplatom spoljnog duga. Ovu činjenicu potvrdila je i svetska ekonomska kriza iz 2008. godine koja je bojaznošću od ponovnog izbijanja dužničke krize uspela da u rešavanje problema uključi kako dužnike, tako i poverioce uz učešće međunarodnih institucija.

Republika Srbija tradicionalno beleži visok nivo spoljnotrgovinskog deficita, pa samim tim i visoko učešće spoljnog duga u bruto domaćem proizvodu. Srpska privreda se u prošlosti suočila sa brojnim izazovima kao što su hiperinflacija, proces tranzicije, sankcije, što je ostavilo posledice u vidu sporijeg privrednog rasta koji je praćen merama ekonomske politike čiji je cilj podsticanje tražnje. Aktuelna svetska ekonomska kriza iz 2008. godine uticala je na smanjenje privredne aktivnosti i priliva stranih direktnih investicija, pa se pomoć za oporavak morala pronaći kod međunarodnih finansijskih organizacija. Kumulativni efekat svih događanja je visok nivo učešća spoljnog duga u bruto domaćem proizvodu, ali i zabrinjavajuće vrednosti ostalih pokazatelja održivosti spoljnog duga.

Cilj rada je analiziranje efekata koje je svetska ekonomska kriza imala na spoljni dug Republike Srbije, kao i mogućnosti njegovog urednog servisiranja. U skladu sa osnovnim ciljem istraživanja kao ključno će biti postavljeno sledeće istraživačko pitanje: Da li je spoljno zaduživanje najvažniji izvor finansiranja privrednog razvoja Srbije u

periodu oporavka od svetske ekonomske krize? Pored uvodnih i zaključnih razmatranja, rad je strukturiran u tri dela. U prvom delu biće reči o spoljnoj zaduženosti kao jednom od faktora privrednog rasta. Naime, govoriće se o efektima koje dodatni priliv stranih sredstava može imati na proizvodnju i uslove poslovanja u zemlji. Drugi deo biće posvećen analiziranju osnovnih karakteristika spoljnog duga Republike Srbije, odnosno o njegovoj strukturi i dinamici, da bi se u trećem delu govorilo o održivosti spoljnog duga u godinama nakon eskaliranja globalne ekonomske krize.

Spoljno zaduživanje kao faktor privrednog rasta

Kada se govori o dugoročnom razvoju zemlje, jedno od važnijih makroekonomskih pitanja jeste i visina spoljnog duga. Uticaj visokog nivoa spoljnog duga na ekonomske performanse zemlje je tema koja je uvek aktuelna kada se radi o zemljama u razvoju. U drugoj polovini 1990-ih godina kreatori ekonomske politike uočili su da visok nivo spoljnog duga ograničava razvoj zemalja sa niskim prihodima. Porasla je zabrinutost oko pitanja da li je spoljni dug u zemljama u razvoju dostigao nivo koji ugrožava njihov ekonomski rast na taj način što se sredstva, koja bi se inače koristila za investiranje i druge produktivne namene, koriste za servisiranje spoljnog duga (Pattilo, Poirson & Ricci, 2011, 2). Visok nivo duga zapravo može ukazivati na težnju zemlje da ostvari viši stepen razvoja kroz obimnije investicije, iako u datom trenutku ne raspolaže zadovoljavajućim nivoom domaće štednje. Zato ograničavajući faktor razvoja ne mora nužno biti iznos spoljnog duga, već namena pozajmljenih sredstava. Veće investicije u odnosu na štednju trebalo bi iskoristiti za izvozno orijentisane grane, kako bi se uz otplatu kredita obezbedile i mogućnosti za poboljšanje stanja u platnom bilansu. Teorija sugeriše da će zaduživanje zemalja u razvoju na „razumnom“ nivou dovesti do ekonomskog rasta kroz akumulaciju kapitala i porast produktivnosti. Naime, zemlje u ranim fazama razvoja imaju ograničene zalihe kapitala, tako da sve dok koriste pozajmljena sredstva u produktivne svrhe i dok privreda ne beleži makroekonomsku nestabilnost, ekonomsku politiku koja ne zagovara ekonomske podsticaje i nije izložena negativnim ekonomskim šokovima, može očekivati dalji ekonomski prosperitet i stvaranje baze za vraćanje uzetih kredita (Pattillo, Poirson & Ricci, 2004, 5).

Postoji više studija koje su se bavile problematikom spoljne zaduženosti i njenog uticaja na privredni rast. Clements u svojoj studiji analizira uticaj spoljnog duga na ekonomski rast zemalja sa niskim dohotkom i to u 55 zemalja u periodu od 1970. do 1999. godine. Rezultat je da smanjenje spoljnog duga ima direktan pozitivan uticaj na rast BDP-a po stanovniku, što upućuje na zaključak da između spoljne zaduženosti i ekonomskog rasta siromašnijih zemalja postoji negativan odnos (Clements, Bhattacharya & Nguyen, 2003). Do sličnih rezultata se došlo i u istraživanju koje je obavio Schclarek koji je, takođe, ispitivao ovu vezu na uzorku od 24 razvijene zemlje i 59 zemalja u razvoju u periodu od 1970. do 2002. godine (Schclarek, 2004).

Bez obzira na beneficije koje strani kapital može da ima na privredu zemlje domaćina, uočeno je da visoki dugovi vremenom dovode do niže stope rasta. Naime, spoljni dug ima nelinearni uticaj na ekonomski rast, što podrazumeva da na nižim nivoima zaduženosti, povećanje udela spoljnog duga u BDP-u može podsticati ekonomski rast. Međutim, na visokom nivou zaduženosti, povećanje ovog odnosa ugrožava ekonomski rast (Casares, 2015, 220). Ovakvu situaciju Krugman je objasnio time da ako postoji određena verovatnoća da će u budućnosti visina zajma premašiti kapacitete zemlje za njegovu otplatu, upravo će očekivani troškovi servisiranja duga obeshrabrili kako domaće, tako i strane investicije jer potencijalni investitori očekuju veće oporezivanje u budućnosti, pa će samim tim i njihova investiciona ulaganja u sadašnjosti biti niža (Krugman, 1988). Problematika je objašnjena preko Laferove krive, gde se vidi povezanost nominalne vrednosti duga i očekivane vrednosti otplate. Na uzlaznom delu krive dug i očekivana plaćanja se povećavaju s obzirom na to da je rizik neizvršenja obaveza na niskom nivou. Međutim, na silaznom delu krive dug se povećava, ali očekivana plaćanja se smanjuju jer je rizik od neizvršenja obaveza visok. Kada se zemlja nađe na ovom delu krive, to ukazuje na problem ograničenja ekonomskog rasta spoljnim dugom, koji se posmatra kao vrsta poreza na investicije (Krugman, 1989, 267).

Prilikom otvaranja privreda, liberalizacije finansijskih tržišta, strani kapital postao je dostupniji, što je dovelo do visokih stopa zaduženosti zemalja u razvoju, koje imaju tendenciju rasta. Usled niske produktivnosti rada, povećane lične i investicione potrošnje, raste i granična sklonost ka uvozu, dok je izvozni sektor slabo razvijen

(Veselinović, 2009, 183). Ukoliko se tome priključe i faktori kao što su zastarela tehnologija, nizak nivo kapitalne opremljenosti, jasno je zašto je spoljna zaduženost zemalja u porastu. Osim internih faktora, u obzir treba uzeti i eksterne faktore, a jedan od njih je i svetska ekonomska kriza iz 2008. godine.

McFadden je u svom radu iz 1985. godine konstruisao indikator koji meri poteškoće u servisiranju spoljnog duga. Indikator je formiran na osnovu zaostalih dugova, reprogramiranja dugova i podrške koju pruža MMF za 93 zemlje u periodu od 1971. do 1982. godine. Uočeno je da opterećenost dugom, dohodak po stanovniku, rast realnog BDP-a i likvidnost zemlje mogu ukazivati na poremećaje u otplati spoljnog duga, dok promene realnih deviznih kurseva nisu značajno predviđale spoljnofinansijske probleme. Takođe, ispitivanjem se došlo do zaključka da na probleme u servisiranju uzetih kredita utiče i rizik zemlje (McFadden, 1985). Studija koja se bavila faktorima koji utiču na spoljnu zaduženost otkrila je da su spoljni faktori jedan od uzroka visoke zaduženosti zemalja u razvoju, što ukazuje na to da razvijene zemlje treba da preuzmu deo odgovornosti. Osim toga, empirijski dokazi su pokazali da su siromaštvo i višegodišnje gomilanje dugova odgovorni za neuspeh zemalja u razvoju u oblasti ispunjavanja međunarodnih obaveza (Tiruhén, 2004, 276).

Postoji značajna dodata vrednost kvaliteta politika i ozbiljnosti šokova pored pokazatelja opterećenosti dugovima prilikom procene verovatnoće poremećaja u servisiranju kredita pojedinih zemalja. Osim toga, korišćenje jedinstvenog praga zaduženosti za zemlje sa niskim dohotkom za identifikaciju zemalja koje su izložene riziku prezaduženosti zapravo ignoriše važnost politika i šokova. Prikladniji bi bio prag zaduženosti koji uvažava specifičnosti svake zemlje, odnosno onaj koji uzima u obzir kako politiku koja se sprovodi, tako i nepredviđene šokove. Procena rizika od prezaduženosti je važna zato što se uzima u obzir prilikom donošenja odluka o uslovima i načinima transfera resursa u zemlje sa niskim prihodima (Kraay & Nehru, 2004, 25).

Razlika između uvoza i izvoza finansirala se stranim kapitalom u obliku kredita. Međutim, dugovi su dostigli takav nivo da su poverioci izrazili zabrinutost koja se tiče mogućnosti vraćanja sredstava, što najčešće kao posledicu izaziva odbijanje poverilaca da produže rokove

otplate, dok je za države dužnike sve teže da pronađu nove poverioce. U okolnostima koje dovode do krize dužnicima jedino preostaje pomoć međunarodnih finansijskih institucija (Stiglic, 2016, 134). Svetska ekonomska kriza iz 2008. godine ponovo je pokrenula polemiku oko visine spoljnotrgovinskih deficita zemalja i visine spoljnih dugova.

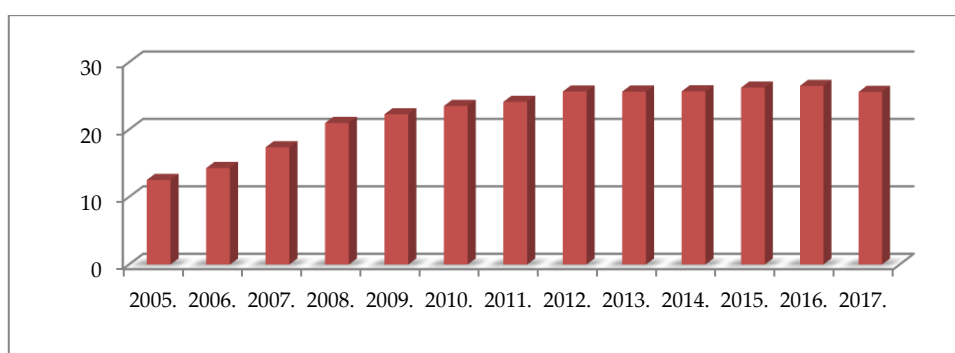
Karakteristike spoljnog duga Republike Srbije - dinamika i struktura

Privreda Republike Srbije prošla je kroz težak proces tranzicije koja je bila praćena usporenom privrednom aktivnošću, visokim budžetskim deficitom, kao i oscilacijama deviznog kursa, pa je inostrano zaduživanje postalo neophodnost za pospešivanje ekonomskog razvoja. Naime, strani kapital, najčešće u vidu kredita ili bespovratne pomoći od međunarodnih finansijskih institucija, potreban je za formiranje uspešne tržišne privrede, stvaranje adekvatnih ekonomskih uslova primamljivih stranim investitorima, kao i konstituisanje stabilnog finansijskog sistema. Sredstva su uglavnom bila usmerena u oblasti kao što su saobraćajna infrastruktura, energetska infrastruktura, poljoprivreda, zaštita životne sredine, reforme socijalnih usluga, unapređenje regionalnog razvoja. Nakon izbijanja svetske ekonomske krize, inostrano zaduživanje postalo je dominantni pokretač privrednog razvoja Republike Srbije. Međutim, povećanje spoljnog duga postalo je opterećenje ako se uzme u obzir visina spoljnotrgovinskog deficita, ali i mogućnost otplate uzetih kredita.

Nakon urušavanja međunarodnog finansijskog sistema usled svetske ekonomske krize 2008. godine, došlo je i do promena najvažnijih međunarodnih pokazatelja većine zemalja, pa je tako došlo do porasta nivoa zaduženosti u razvijenim ekonomijama. Nasuprot tome, indikatori zaduženosti zemalja u razvoju su poboljšani zahvaljujući bržem ekonomskom rastu, nivou kamatnih stopa, kao i primeni određenih inicijativa koje se tiču sprečavanja prezaduženosti zemalja. Međutim, kao što se pokazalo, održivost spoljnog duga u ovim zemljama nije moguća u dugom roku s obzirom na promenu brojnih faktora. (UNCTAD, 2015, 10).

Spoljni dug Republike Srbije iznosio je 25,59 milijardi evra u 2017. godini što je za 13,07 milijardi evra više u odnosu na 2005. godinu kada

je spoljni dug iznosio 12,52 milijarde evra. Najveći rast spoljnog duga zabeležen je u godinama izbijanja krize 2007. i 2008. godine kada je stopa rasta iznosila oko 20%, dok je neznatan pad prisutan 2013. i 2017. godine. Nakon 2012. godine, održavan je nivo duga od oko 25 milijardi evra uz minimalne oscilacije čime je zaustavljeno razdoblje ubrzanog rasta spoljnog duga. Spoljni dug Srbije je dvostruko povećan u posmatranom periodu, kada je sa oko 12,52 milijarde evra na početku posmatranog perioda porastao na 25,59 milijarde evra u 2017, dok je prosečna godišnja stopa rasta u posmatranom periodu iznosila 6,14%.

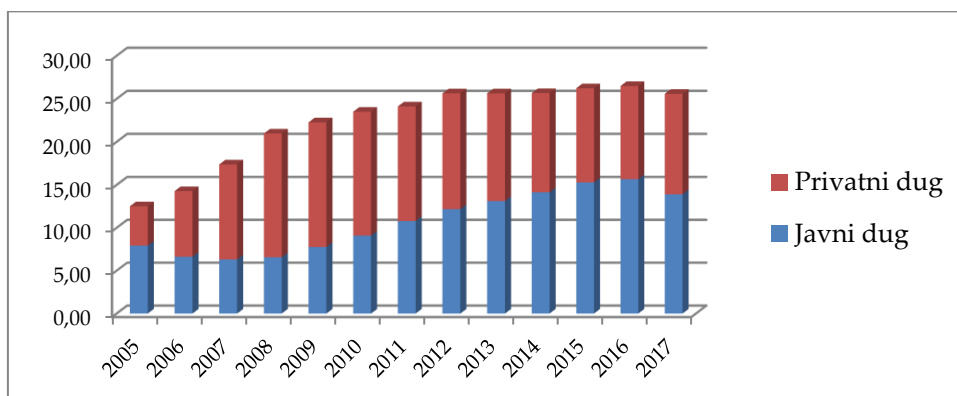


Slika 1 Spoljni dug Republike Srbije u periodu 2005-2017

* podaci su izraženi u milijardama evra

Izvor: Autor, na osnovu podataka NBS www.nbs.rs

Slika 2 pokazuje odnos javnog i privatnog spoljnog duga Srbije u periodu od 2005. do 2017. godine. Naime, u 2017. godini je došlo do smanjenja duga javnog sektora, čime je prekinut trend rasta koji je bio prisutan od 2008. godine. Upravo je svetska ekonomska kriza uzrokovala porast javnog duga zato što su bila neophodna sredstva za oporavak privrede. Iako je javni dug smanjen u 2017. godini i smanjenje nastavljeno i u 2018. godini, radi se o značajnim zajmovima od međunarodnih finansijskih organizacija. Spoljni dug javnog sektora Srbije na kraju posmatranog perioda porastao je za oko 75% u odnosu na početak istog perioda. Od 2008. godine kratkoročni privatni dug je u padu, mada je od 2017. godine tempo smanjenja privatnog spoljnog duga sporiji zbog reprogramiranja zajmova bankarskog sektora. Ova dinamika, uz apresijaciju domaće valute, dovela je do smanjenja ukupnog spoljnog duga u 2017. godini. Pretpostavke MMF-a su da će se ovakvi trendovi nastaviti i u narednom periodu (IMF, 2018, 49).

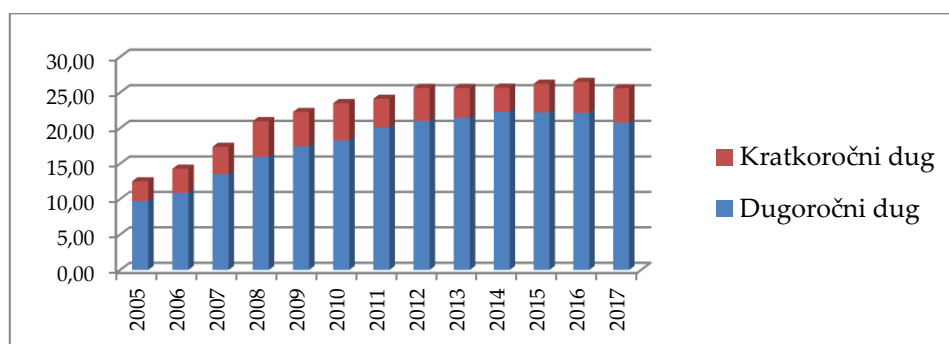


Slika 2 Privatni i javni dug Republike Srbije u periodu 2005-2017

* podaci su izraženi u milijardama evra

Izvor: Autor, na osnovu podataka NBS www.nbs.rs

Što se tiče ročne strukture spoljnog duga Republike Srbije u posmatranom periodu dominantan je dugoročni dug, s tim što je dugoročno zaduživanje uglavnom karakteristično za javni sektor, dok je kod kratkoročnog zaduživanja dominantan privatni sektor. U 2017. godini dugoročni dug javnog sektora iznosio je 12,07 milijarde evra, a privatnog sektora 8,7 milijardi evra, što predstavlja povećanje za 5,07 i 5,96 milijarde evra respektivno u odnosu na početak posmatranog perioda. Maksimalni iznos dugoročnog javnog duga ostvaren je 2015. godine, dok je privatni dug iste ročnosti dostigao maksimum 2012. godine kada je iznosio 10,48 milijardi evra. Tokom posmatranog perioda došlo je do oscilacija kratkoročnog duga javnog sektora, pa je 2017. godine spoljni javni dug skoro udvostručen u odnosu na visinu duga 2005. godine. Nagli rast dogodio se 2012. godine kada je stopa rasta iznosila čak 133%. Međutim, kod kratkoročnog inostranog zaduživanja dominira zaduživanje privatnog sektora koje je u periodu od 2006. do 2010. godine u porastu. Nakon toga, postojale su neznatne oscilacije, a njihov rezultat je da je privatni spoljni dug 2017. godine iznosio 2,98 milijarde evra i porastao za 60% u odnosu na vrednost u 2005. godini kada je iznosio 1,85 milijardu evra. U valutnoj strukturi javnog duga prisutne su različite valute, ali uglavnom preovladavaju krediti denominirani u evrima i dolarima, gde je većina tih zajmova odobrena po varijabilnim kamatnim stopama (Ministarstvo finansija, 2018, 81).

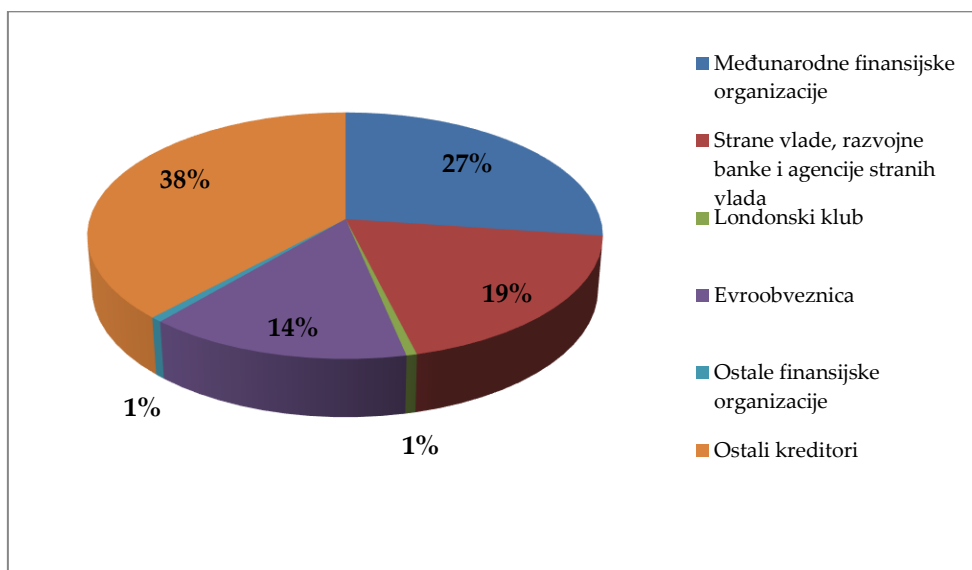


Slika 3 Spoljni dug Republike Srbije prema ročnosti u periodu 2005-2017.

* Podaci su izraženi u milijardama evra

Izvor: Autor, na osnovu podataka NBS www.nbs.rs

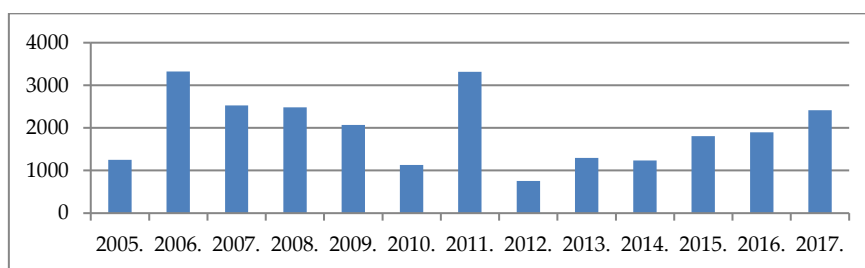
Struktura spoljnog duga prema kreditorima je raznolika. Tokom 2017. godine najveće učešće u spoljnom dugu su imali krediti uzeti od međunarodnih finansijskih organizacija od oko 27%. Republika Srbija ima saradnju sa brojnim finansijskim organizacijama, ali dominantni su zajmovi od Međunarodne banke za obnovu i razvoj, Evropske investicione banke i Međunarodnog monetarnog fonda. Evropska investiciona banka je od 2002. godine Srbiji odobrila pet Apeks zajmova namenjenih malim i srednjim preduzećima, preduzećima srednje tržišne kapitalizacije, prioritetnim projektima, preduzetnicima i lokalnim samoupravama u ukupnom iznosu od 1.065. miliona evra. Saradnja Srbije i Međunarodnog monetarnog fonda se od 2000. godine odvijala kroz brojne programe i povlačenje sredstava koja su se koristila za različite namene. Zahvaljujući smanjenju javnog duga, ali i poboljšanju ukupne eksterne pozicije i otklanjanju makroekonomskih neravnoteža, MMF je Srbiji odobrio novi program uz podršku Instrumenta za koordinaciju politike 2018. godine. Od programa se očekuje da utiče na dalje smanjenje javnog duga, povećanje kapitalnih investicija, ali i na smanjenje poreskog opterećenja privrede. Takođe, predviđa se i podrška monetarnoj politici i strukturnim i institucionalnim reformama kako bi se formirao ambijent koji bi doprineo uspešnijem uključivanju zemlje u integracione procese. Osim međunarodnih finansijskih organizacija, visoko je učešće i kredita stranih vlada, razvojnih banaka i agencija stranih vlada, među kojima je i Pariski klub.



Slika 4 Spoljni dug Republike Srbije prema kreditorima 2017.

Izvor: Autor, na osnovu podataka NBS

Najveći deo kapitalnih ulaganja odvija se kroz strane direktne investicije, što je naročito značajno za tranzicione ekonomije jer doprinose ekonomskom prosperitetu i, pored zaduživanja, predstavljaju izvor finansiranja privrednog rasta. U Srbiji je ostvaren priliv stranih direktnih investicija u iznosu od 2.418,1 miliona evra u 2017. godini, što je više od iznosa investicija od 1.250,4 milion evra ostvarenog u 2005. godini. U posmatranom periodu učešće stranih direktnih investicija u BDP-u je neznatno poraslo sa 5,6% u 2005. godini na 6,2% u 2017. godini. Slika 5 prikazuje da je najniži nivo stranih direktnih investicija zabeležen 2012. godine od samo 752,8 miliona evra, što je veoma nizak nivo stranih ulaganja i nedovoljan za izlazak iz recesije. Nakon toga investicije rastu, ali taj rast je zanemarljiv u odnosu na iznos koji je postignut 2006. godine. Srbija još uvek nije uspela da se vrati na onaj nivo ulaganja koji je postojao pre krize, osim 2011. godine kada je njihovo učešće u BDP-u dostiglo nivo od 9,4%. Naravno, uporedo sa borbom za privlačenje stranih investitora događa se rast spoljnog duga što je razumljivo, jer je to jedini preostali izvor stranih sredstava, imajući u vidu konstantan deficit tekućeg računa.

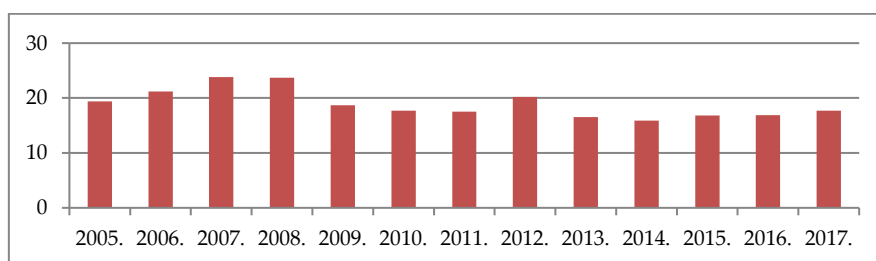


Slika 5 Strane direktne investicije, neto u Srbiji od 2005. do 2017.

* Podaci su izraženi u milijardama evra

Izvor: Autor, na osnovu podataka iz Biltena javnih finansija, novembar, 2018

Za dalji privredni razvoj neophodno je postići viši iznos investicija u fiksne fondove. U posmatranom periodu došlo je do smanjenja učešća ukupnih investicija u fiksne fondove u BDP-u sa 19,4% u 2005. godini na 17,7% u 2017. godini. Maksimalno učešće ulaganja u osnovna sredstva u BDP-u Srbije bilo je uoči svetske ekonomske krize 2007. godine, nakon čeka sledi pad do 2012. godine. Međutim, rast koji se dogodio 2012. godine kada su ove investicije iznosile 769,9 miliona evra nije održan u narednim godinama. Naime, Srbija nije uspela u postkriznom periodu da povрати nivo investicija u fiksne fondove koji je zabeležen u periodu pre izbivanja krize. Osim što je došlo do pada učešća ulaganja u osnovne fondove u Srbiji u posmatranom periodu, Srbija u ovoj kategoriji zaostaje i za pojedinim zemljama Evropske unije, pa tako učešće ovih investicija u BDP-u u 2017. godini u Bugarskoj iznosi 18,5%, u Hrvatskoj 20,1%, Mađarskoj 22,2%, Rumuniji 22,4%.



Slika 6 Ukupne investicije u fiksne fondove, % od BDP-a, 2005-2017.

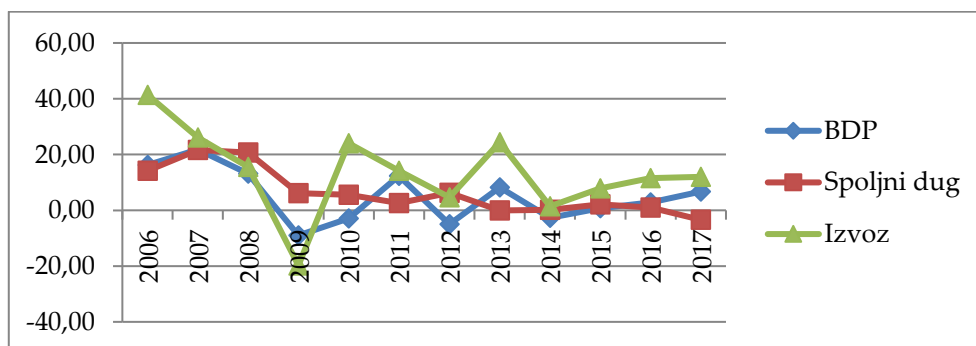
Izvor: Autor, na osnovu podataka iz Biltena javnih finansija, novembar 2018.

Održivost spoljnog duga Republike Srbije

Apsolutni iznos duga zemlje nije presudan u analiziranju verovatnoće njegovog urednog servisiranja. Značajnije informacije pružaju pokazatelji koji uzimaju u obzir ekonomski, izvozni potencijal zemlje i sposobnost zemlje da izmiruje preuzete obaveze, kao što su odnos spoljnog duga i bruto domaćeg proizvoda, odnos spoljnog duga i vrednosti godišnjeg izvoza, odnos vrednosti godišnjih anuiteta i vrednosti godišnjeg izvoza (Janković i Stanišić, 2015, 265). Imajući u vidu navedene pokazatelje, Svetska banka je definisala metodologiju kojom su određeni pragovi zaduženosti zemalja, pa se tako visoko zaduženom zemljom smatrala ona čiji odnos spoljnog duga i BDP-a premašuje 80%, a odnos duga i izvoza je veći od 220%. Međutim, ovi kriterijumi ne uvažavaju specifičnosti zemalja kao što su ekonomske i razvojne politike.

Iako se smatra tradicionalnom analizom spoljnog duga, važno je posmatrati odnos spoljnog duga prema osnovnim indikatorima ekonomske i izvozne snage zemlje i uporediti ih sa kriterijuma koji je definisala Svetska banka. Svi pokazatelji eksterne pozicije zemlje se mogu svrstati u dve grupe: pokazatelji eksterne likvidnosti i pokazatelji eksterne solventnosti. Osnovni indikator eksterne solventnosti Republike Srbije jeste odnos spoljnog duga i BDP. Podaci pokazuju da je u 2017. godini došlo do značajnijeg smanjenja ovog pokazatelja, sa 72,1% u prethodnoj godini na 65,3%. Međutim, rezultat nije ohrabrujući imajući u vidu da je vrednost ovog indikatora 2005. godine bila 56,2%. Posmatrajući kriterijume Svetske banke, može se zaključiti da se Srbija ubraja u red srednje zaduženih zemalja, iako je u godinama koje su prethodile bila izuzetno blizu granice za visoko zadužene zemlje. Naime, vrednost ovog indikatora je tek u 2017. postigla vrednost iz 2009. godine zahvaljujući smanjenju javnog duga, ali i povoljnih kretanja između dolara i evra. Smanjenje indikatora pokazuje da BDP raste po stopi višoj od stope rasta spoljnog duga, pa je samim tim i veća sposobnost otplate zajmova. Brži rast stope spoljnog duga u odnosu na stopu rasta BDP-a ukazivao bi na povećan rizik pojave teškoća u otplati kredita i potencijalne probleme sa solventnošću (Janković i Stanišić, 2013, 236). Prognoze Svetske banke govore da će ovaj pokazatelj i dalje nastaviti da opada, pa je njegov projektovan nivo za 2020. godinu 56,7%.

Na narednoj slici prikazane su stope rasta bruto domaćeg proizvoda, izvoza i spoljnog duga. Naime, ukoliko rast bruto domaćeg proizvoda premašuje kamatu na ime uzetog duga, dug ne predstavlja teret budućih generacija. Zaduživanje u sadašnjosti zapravo ne predstavlja ekonomski teret u tom trenutku, pošto se prenosi u budućnost na taj način što će raspoloživi dohodak biti, usled otplate duga, smanjen ukoliko bi rast bruto domaćeg proizvoda bio na nižem nivou od kamatne stope duga. Opisana situacija događa se onda kada pozajmljena sredstva nisu iskorišćena za povećanje proizvodnje i zaposlenosti (Hrustić, 2011, 178). Podaci pokazuju da je do 2010. godine rast spoljnog duga bio viši od rasta BDP-a, što je sasvim razumljivo ako se uzme u obzir niska startna osnova na početku tranzicionog perioda, ali i nizak nivo stranih direktnih investicija. Nakon toga došlo je do promene, ali pozitivan trend nije konstantan zbog oscilacija u BDP-u, tako da je period nakon 2010. godine obeležen različitom brzinom rasta spoljnog duga i BDP-a. Slične relacije važe i za odnos spoljnog duga i izvoza. Perspektive eksterne solventnosti upravo zavise od mogućnosti održavanja kontinuiteta bržeg rasta BDP-a i izvoza od stope rasta spoljnog duga, što zavisi od makroekonomske stabilnosti privrede, kao i stepena konkurentnosti.



Slika 7 Dinamika stope rasta BDP-a, izvoza i spoljnog duga Republike Srbije

Izvor: Autor, na osnovu podataka NBS i RZS

Drugi pokazatelj, odnos kratkoročnog duga i BDP-a pokazivao je trend smanjivanja od 2010. do 2014. godine što znači da u tom periodu kratkoročna zaduženost nije ugrožavala spoljnu solventnost zemlje. Nakon 2014. godine prisutan je rast. Međutim, kako je rast zanemarljiv,

a u ukupnoj spoljnoj zaduženosti Srbije dominiraju dugoročni zajmovi, ne postoji opasnost negativnog uticaja ovog pokazatelja na eksternu poziciju zemlje.

Održivost spoljnog duga posmatra se i u kontekstu izvoznog potencijala zemlje, s obzirom na to da od stanja u platnom bilansu zavisi i potencijal buduće otplate zajmova. Naime, izvoz predstavlja osnovu održivog servisiranja spoljnog duga. Iz tog razloga, značajan pokazatelj je odnos spoljnog duga i izvoza robe i usluga. Krizni kriterijum Svetske banke je nivo od 220% spoljnog duga u odnosu na izvoz, koji je Srbija premašila 2009. i 2010. godine, ali uzrok toga nije bio rast spoljnog duga, koliko drastičan pad izvoza od čak 19% usled globalne recesije koja je nastupila. Probijanje granice prezaduženosti dogodilo se i 2012. godine kada je odnos spoljnog duga i izvoza bio 223,6%, ali nakon toga izvoz raste brže od stope rasta spoljnog duga, tako da ovaj indikator kontinuirano opada. Najniža vrednost ovog pokazatelja ostvarena je u 2017. godini kada je spoljni dug iznosio 132,5% izvoza.

Pokazatelji eksterne likvidnosti ukazuju na sposobnost otplate duga države kratkoročno posmatrano kroz odnose deviznih rezervi i otplate duga prema ključnim makroekonomskim indikatorima. Osnovni pokazatelj iz ove grupe je odnos otplate duga i BDP-a koji se u posmatranom periodu kretao oko 11%. Maksimalna vrednost je zabeležena 2014. godine kada je iznosila 13,3%. Nakon toga, učešće otplate duga u BDP-u se smanjuje i u 2017. godini iznosi 10,9%, a takav trend je nastavljen i u 2018. godini, pa je u trećem kvartalu vrednost ovog indikatora na nivou od 8,9%. Pokazatelj koji pokazuje opterećenost izvoza otplatom dugova je upravo onaj koji stavlja u odnos ove dve kategorije. Maksimalna vrednost pokazatelja ostvarena je 2009. godine zbog već pomenutog pada izvoza, i od tada nastavlja da opada, da bi u 2017. godini dostigao nivo od 22,2%. Imajući u vidu navedene pragove zaduženosti, posmatrajući ovaj odnos može se zaključiti da se Republika Srbija ubraja u red visoko zaduženih zemalja, iako su posledjih godina vrednosti pokazatelja vrlo blizu donje granice prezaduženosti. U 2018. godini Srbija je uspela da po ovom kriterijumu pređe u grupu srednje zaduženih zemalja ostvarivši učešće otplate spoljnog duga u izvozu robe i usluga od 17,9%.

Posmatrajući podatke iz Tabele 1 može se zaključiti da je poboljšana eksterna pozicija Republike Srbije, kako zbog smanjenja spoljnog duga,

tako i zbog oporavka nakon svetske ekonomske krize što pokazuju i pozitivni makroekonomski trendovi: rast BDP-a i rast izvoza.

Tabela 1 Pokazatelji eksterne pozicije Republike Srbije

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Indikatori eksterne solvenstnosti (u %)										
Spoljni dug/BDP	58,8	68,6	74,5	68,1	76,1	70,4	72,4	73,5	72,1	65,3
Kratkoročni dug/BDP	14,1	14,8	16,6	11,3	13,7	11,4	9,5	11,3	11,9	12,3
Spoljni dug/izvoz robe i usluga	218,9	276,9	247,1	216,5	223,6	184,0	177,7	166,8	152,4	132,5
Pokazatelji eksterne likvidnosti (u %)										
Devizne rezerve/uvoz robe i usluga (u mesecima)	5,4	9,7	8,4	8,8	7,7	7,6	6,6	6,7	6,2	5,4
Devizne rezerve/kratkoročni dug	162,6	220,6	191,2	299,8	237,3	268,6	294,0	256,4	234,0	207,0
Devizne rezerve/BDP	22,9	32,6	31,7	34,0	32,4	30,7	27,9	29,1	27,8	25,4
Otplata duga/BDP	10,1	12,1	11,3	11,7	12,3	12,6	13,3	11,1	12,3	10,9
Otplata duga/izvoz robe i usluga	37,5	48,8	37,5	37,3	36,0	33,0	32,7	25,2	25,9	22,2

Izvor: NBS

Opasnost predstavljaju pojedinačni indikatori koji se uprkos smanjenju i dalje nalaze blizu granice prezaduženosti. To se naročito odnosi na pokazatelje eksterne likvidnosti imajući u vidu da otplate ranijih dugova dospevaju na naplatu. Iz tih razloga, a imajući u vidu prognoze daljeg ekonomskog rasta, neophodno je stimulisati izvoz, strane direktne investicije i istovremeno imati visok stepen opreznosti prilikom dodatnog zaduživanja. Ukoliko se to ne ostvari, doći će do porasta nezaposlenosti, pada životnog standarda stanovništva, što bi izazvalo probleme i u finansijskom sektoru. U tom slučaju, Srbija će dostići gornju granicu zaduženosti, što bi zatim uzrokovalo snižavanje kreditnog rejtinga, koji je prema agencijama Standard and Poor's i Fitch ocenjen kao BB, ali i kasnije otežalo uslove prikupljanja finansijskih sredstava na međunarodnom tržištu (Mirković i Knežević, 2013, 309).

Svetska ekonomska kriza iz 2008. godine imala je veliki uticaj na usporen privredni rast kako razvijenih zemalja, tako i zemalja u razvoju preko tokova međunarodne trgovine. Mnoge ekonomije našle su se u stanju stagnacije, a izlazak iz ovog problema zahtevao je značajnija finansijska sredstva. Kako zemlje u razvoju i tranzicione ekonomije inače imaju otežane uslove privlačenja stranih direktnih investicija, finansijske izvore najčešće predstavljaju međunarodne finansijske

organizacije i vlade stranih država. Naravno, da bi i ovaj vid kapitala bio dostupan jednoj zemlji, neophodno je da ona ima stabilno makroekonomsko okruženje jer to određuje i njenu sposobnost daljeg zaduživanja. Kriza je uticala na slabljenje privreda, a njen efekat u Srbiji može da se vidi kroz negativne stope BDP-a u pojedinim godinama, kao i oscilacijama u vrednosti izvoza robe i usluga.

Rizik za Srbiju predstavlja povećanje spoljnotrgovinskog deficita koji stvara pritisak na spoljni dug. Rizik postaje veći ako se deficitu dodaju i oštriji uslovi za zaduživanje na međunarodnom tržištu, usporavanje rasta u evrozoni, poteškoće u procesu pristupanja, kao i regionalne političke prilike. Deficit tekućeg računa iznosio je 1.779 miliona evra u 2005. godini, a maksimalnu vrednost je dostigao u vreme izvijanja krize 2008. godine kada je učešće deficita u BDP-u bilo oko 20%. Usled bržeg rasta uvoza od izvoza, odnos deficita i BDP-a je porastao sa 3,1% u 2016. godini na 5,7% u 2017. godini, a takav trend je nastavljen i u 2018. godini. Iako je u Srbiji deficit tekućeg računa gotovo udvostručen u roku od godinu dana, rezultat je znatno povoljniji u odnosu na početak posmatranog perioda. Rast deficita čak utiče i na devizne rezerve koje su pokrivala 5,4 meseca uvoza u 2017. godini dok su u 2005. godini pokrivala 6,1 meseca. U posmatranom periodu došlo je do povećanja deviznih rezervi, tako da je pogoršanje ovog indikatora posledica bržeg rasta uvoza od rasta deviznih rezervi. Rast deficita neće izazvati veće probleme ukoliko se on nadoknadi prilivom stranih direktnih investicija, a one su u 2017. iznosile 6,6% BDP-a, što je približno nivou koji je ostvaren 2009. godine. Svetska banka u redovnom izveštaju o zemljama Zapadnog Balkana upozorava da veći deficit tekućeg računa pospešuje rast spoljnog duga, a to može poništiti rezultate napora koji su uloženi kako bi se on smanjio (World Bank, 2018, 66).

Kada su se javljali problemi sa otplatom spoljnih obaveza zemlje, one su se najčešće obraćale za pomoć međunarodnim finansijskim institucijama, pa su tako Svetska banka i MMF usvojili nekoliko inicijativa koje se tiču monitoringa spoljne zaduženosti manje razvijenih zemalja, kako bi se pravovremeno reagovalo na krizne situacije i kako bi se izbegao najlošiji scenario: bankrotstvo države. Godine 2005. usvojen je formalni okvir za analizu održivosti javnog i spoljnog duga od strane MMF-a, koji ima ulogu da detektuje moguće uzročnike krize (Debt

Sustainability Framework-DSF). Okvir zapravo ima ulogu ranog upozorenja o potencijalnim rizicima duga kako bi bilo moguće blagovremeno preduzeti neophodne akcije. Analiza pokazatelja opterećenosti privrede spoljnim dugom u odnosu na definisane pragove predstavlja empirijske dokaze da zemlja sa niskim primanjima koju odlikuju bolje politike, institucije, imovina, kao i makroekonomski uslovi može podneti viši nivo spoljne zaduženosti. Po ovom okviru, u zavisnosti od kriterijuma za pet odabranih indikatora, zemlja može da se nađe u jednoj od četiri kategorije: nizak rizik, umeren rizik, visok rizik i prezaduženost.

Tabela 2 Pragovi zaduženosti prema DSF

	Sadašnja vrednost spoljnog duga (kao % od)		Servisiranje spoljnog duga (kao % od)		Sadašnja vrednost ukupnog javnog duga (kao % od)
	BDP	Izvoz	Izvoz	Budžetski prihod	BDP
nizak	30	140	10	14	35
srednji	40	180	15	18	55
visok	55	240	21	23	70

Izvor: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/dsa/lic.htm>

Zaključak

Spoljna zaduženost zemlje je aktuelno pitanje u svim zemljama bez obzira na njihov stepen razvijenosti. Krediti predstavljaju vrlo važan, a nekada čak i jedini izvor finansiranja ekonomskog razvoja u situaciji kada je domaća akumulacija nedovoljna, a priliv stranih direktnih investicija skroman. Finansijska sredstva prikupljena na ovaj način mogu povoljno uticati na ekonomski napredak zemlje i razvoj privrede. Međutim, neophodno je voditi računa o tome da spoljni dug ne postane toliko obiman da ugrozi stabilnost privrednog sistema.

Spoljni dug Republike Srbije se povećao nakon svetske ekonomske krize. Uprkos tome što se nazire ekonomski oporavak, BDP i izvoz u pojedinim godinama beleže negativne vrednosti što predstavlja opasnost od prezaduženosti. O tome svedoče i pojedini pokazatelji eksterne likvidnosti koji se nalaze blizu granice prezaduženosti. U 2017. godini došlo je do smanjenja spoljnog duga zahvaljujući smanjenju javnog duga, ali problemi postoje oko otplate ranijih zajmova koji sada

pristižu na naplatu. Među kreditorima dominiraju međunarodne finansijske organizacije koje su u proteklom periodu odobrile značajne programe i projekte. Svetska ekonomska kriza doprinela je smanjenju priliva stranih direktnih investicija u posmatranom periodu, koji je smanjen i koji nije uspeo da se vrati na nivo pre krize uprkos velikim naporima nosilaca ekonomske politike za formiranje adekvatnog privrednog ambijenta. Kako nije postojao odgovarajući nivo zainteresovanosti stranih investitora za područje Republike Srbije, a konstantno je prisutan deficit tekućeg računa, bilo je neminovno da se za oporavak privrede od globalnih recesivnih udara koriste inostrani krediti.

Ukupno posmatrano, eksterna pozicija Republike Srbije je poboljšana u odnosu na početak posmatranog perioda. Postoje pozitivni trendovi koji se tiču određenih indikatora, a istovremeno je došlo i do pobošanja kreditnog rejtinga zemlje od strane renomiranih međunarodnih kreditnih agencija, ali i do priliva stranih direktnih investicija. Uočeni je rast osnovnih makroekonomskih indikatora koji je konačno stabilan nakon oscilacija usled svetske ekonomske krize. Iako ne postoji jedinstveni kriterijum za prezaduženost, u interesu svake zemlje jeste da njen privredni i izvozni potencijal bude što manje opterećen dugovima, tako da bi trebalo da postoji opreznost prilikom novog zaduživanja.

Na osnovu prikazanih podataka, može se zaključiti da je svetska ekonomska kriza doprinela porastu spoljnog zaduživanja time što je uticala na nepovoljne tokove izvoza i uvoza, ali i smanjila iznos stranih ulaganja u privredu Srbije, tako da je nedostatak domaće akumulacije moguće nadoknaditi zaduživanjem kod inostranih kreditora. Iz toga proističe zaključak da se na postavljeno istraživačko pitanje može dati potvrđan odgovor.

Reference

1. Casares, E., R. (2015). A Relationship between External Public Debt and Economic Growth. *Estudios Economicos* 30(2), 219-243
2. Clements B., Bhattacharya R., Nguyen T.Q. (2003). External Debt, Public Investment and Growth in Low-Income Countries, IMF Working Paper, WP/03/249, 2-24

3. Hrustić, H. (2011). Uticaj zaduživanja Srbije kod međunarodnih finansijskih institucija na stanje njene privrede. *Međunarodno poslovanje* LXIII(1), 160-181
4. IMF (2018). IMF Country Report No 18/237, International Monetary Fund
5. Janković, N. i Stanišić, N. (2013). Deficit tekućeg računa kao ograničavajući faktor privrednog razvoja Republike Srbije. U: *Institucionalne promene kao determinanta privrednog razvoja Srbije*. Ekonomski fakultet Univerziteta u Kragujevcu, 225-242
6. Janković, N., Stanišić, N. (2015). Problem održivosti spoljnog duga Republike Srbije. U: *Institucionalne promene kao determinanta privrednog razvoja Srbije*. Ekonomski fakultet Kragujevac, 261-278
7. Kraay, A., Nehru, V. (2004). When is External Debt Sustainable?. Policy Research Working Paper, No 3200. World Bank, 1-49
8. Krugman, P. (1988). Financing vs. Forgiving a Debt Overhang. *Journal of Development Economics* 29, 253-268
9. Krugman, P. (1989). Market-Based Debt-Reduction Schemes, in J.A. Frenkel, M.P. Dooley and P. Wickham (eds.) *Analytical Issues in Debt*, 258-278
10. McFadden, D. et al. (1983), Is There Life after Debt? An Econometric Analysis of the Creditworthiness of Developing Countries, In: *International Debt and the Developing Countries*, Washington, A World Bank Symposium, 179-209
11. Ministarstvo finansija (2018). Bilten javnih finansija 11/2018. Ministarstvo finansija Republike Srbije, Beograd
12. Mirković, V., Knežević, M. (2013). Dug Republike Srbije kao prepreka ekonomskom rastu. *Institucionalne promene kao determinanta privrednog razvoja Srbije*, Ekonomski fakultet Kragujevac, 305-322
13. Pattillo, C., Poirson, H., Ricci, L. (2004). What Are the Channels Through Which External Debt Affects Growth. IMF Working Paper 04/15
14. Pattillo, C., Poirson, H., Ricci, L. A. (2011). External Debt and Growth. *Review of Economics and Institutions* 2(3), 1-30
15. Schclarek, A. (2004), "Debt and Economic Growth in Developing and Industrial Countries", Lund University, Department of Economics in its series Working Papers, 2-39
16. Stiglic, Dž., E. (2016). *Evro-Kako zajednička valuta ugrožava budućnost Evrope*, Akademska knjiga, Novi Sad
17. Tiruhen, M., W. (2004). An Empirical Investigation into the Determinants of External Indebtedness. *Praque Economic Papers* 3, 261-277

18. UNCTAD (2015). External debt sustainability and development, United Nations
19. Veselinović, P. (2009). Spoljni dug kao razvojno ograničenje srpske ekonomije. U: Ekonomsko-finansijski odnosi Srbije sa inostranstvom- Nužnost nove strategije. Ekonomski fakultet Beograd, 183-191
20. World Bank (2018). Western Balkans Regular Economic Report No. 14- Higher But Fragile Growth. World Bank, Washington
21. www.imf.org
22. www.nbs.rs
23. www.stat.gov.rs

AN ANALYSIS OF THE EXTERNAL DEBT OF REPUBLIC OF SERBIA IN THE POSTCRISIS PERIOD

Foreign financing, as a source of increased production opportunities and economic growth, is mainly linked to developing economies because of their insufficient accumulation and the growing need for investment. However, the global economic crisis from 2008 pointed to the fact that developed economies face the problem of high indebtedness. Foreign lending can be an effective element of macroeconomic policy if the funds obtained are used rationally and if the country has the capacity to service it. Republic of Serbia is characterized by a high share of external debt in GDP which is partly a consequence of the global economic crisis that has visibly weakened the economy and exiting the recession has demanded foreign credits. The settlement of external financial liabilities depends not only on the amount of external debt, but also on the general economic situation in the country. For this reason, it is necessary to ensure macroeconomic stability.

Keywords: external debt, global economic crisis, Republic of Serbia

CIP - Каталогизација у публикацији
Народна библиотека Србије, Београд

338.1(497.11)(082)
316.334(497.11)(082)
338:339.137.2(497.11)(082)
338.2(497.11)(082)

**INSTITUCIONALNE promene kao determinanta
privrednog razvoja Republike Srbije** / redaktori Vlastimir
Leković, Petar Veselinović. - Kragujevac : Ekonomski fakultet
Univerziteta, 2019 (Kragujevac : Interprint). - VIII, 473 str. :
graf. prikazi, tabele ; 25 cm

Prema predgovoru zbornik je rezultat istoimenog naučnog
skupa održanog 12. aprila 2019. - Tiraž 150. - Str. VII-VIII:
Predgovor / redaktori. - Napomene i bibliografske reference
uz tekst. - Bibliografija uz svaki rad. - Abstracts.

ISBN 978-86-6091-088-4

1. Лековић, Властимир, 1955- [уредник] [аутор додатног
текста] а) Привредни развој -- Србија -- Зборници
б) Привреда -- Конкурентност -- Србија -- Зборници
в) Институције -- Реформа -- Србија -- Зборници
г) Србија -- Економска политика
-- Зборници

COBISS.SR-ID 276990988



ISBN 978-86-6091-088-4



9 788660 910884