

PLATNOBILANSNA POLITIKA REPUBLIKE SRBIJE U NOVOM MILENIJUMU: IZAZOVI, MOGUĆNOSTI I OGRANIČENJA

Božidar Čakajac*

Prof. dr Nenad Janković**

Rezime: Za otvorene tržišne privrede, platnobilansna politika predstavlja jedan od najznačajnijih segmenata ekonomske politike i ujedno reprezentativan indikator njene uspešnosti. Stoga, efikasnost platnobilansne politike zavisi od usklađenosti sa širim makroekonomskim ciljevima, kao i od sposobnosti prilagođavanja globalnim ekonomskim trendovima. Suština uspešnog vođenja platnobilansne politike bazira se na uspostavljanju eksterne ravnoteže, pri čemu je ovaj zadatak znatno delikatniji u zemljama sa hroničnim deficitom platnog bilansa, kao što je slučaj sa Republikom Srbijom. Sagalsno navedenom, predmet istraživanja u ovom radu je evaluacija platnobilansne politike Republike Srbije u novom milenijumu. Rezultati istraživanja sugerišu da je izabrani model platnobilansne politike u Republici Srbiji baziran na finansiranju deficita platnog bilansa dugoročno neodrživ, obzirom da njegova primena ne obezbeđuje otklanjanje suštinskih uzroka eksterne neravnoteže. Istovremeno, u radu se ukazuje na to koji su ključni izazovi u vođenju platnobilansne politike u narednom periodu ukoliko dođe do nižeg priliva stranog kapitala i ličnih transfera.

Ključne reči: platni bilans, ravnoteža, finansiranje, strukturno prilagođavanje

Uvod

Platnobilansna politika predstavlja jedno od ključnih polja ekonomske politike svake zemlje. Njeno uspešno sprovođenje u znatnoj meri doprinosi adekvatnom uključivanju domaće ekonomije u međunarodno ekonomsko okruženje. Posebno za male i otvorene ekonomije, kao što je Republika Srbija, platni bilans predstavlja centralni instrument ocene stabilnosti i otpornosti na eksterne šokove. Tokovi kapitala, izvoz i uvoz roba i usluga, doznake iz inostranstva, kao i kretanja po osnovu primarnog i sekundarnog dohotka, određuju sposobnost zemlje da finansira razvoj i očuva makroekonomsku stabilnost.

U tranzicionom periodu posle 2000. godine Republika Srbija je prošla kroz duboke institucionalne i ekonomske promene, što se snažno odrazilo na tokove u platnom bilansu. Liberalizacija trgovine i kapitalnih tokova, proces privatizacije i priliv stranih direktnih investicija omogućili su povećan obim uvoza, ali i otvaranje prostora za rast izvoza i strukturnu transformaciju privrede. Istovremeno, visoki nivoi doznaka iz inostranstva postali su važan stabilizacioni faktor platnobilansne pozicije, dok su globalne finansijske krize, energetske šokovi i oscilacije na međunarodnim tržištima otkrivali ranjivost domaće ekonomije. Sve to ukazuje da je vođenje platnobilansne politike u Republici Srbiji tokom novog milenijuma bilo neraskidivo vezano za balansiranje između koristi od integracije u globalne ekonomske tokove i ograničenja koja ta integracija nameće.

* Ekonomski fakultet, Univerzitet u Kragujevcu, ORCID iD 0000-0002-8764-6407, bozidar.cakajac@kg.ac.rs

** Ekonomski fakultet, Univerzitet u Kragujevcu, ORCID iD 0000-0001-6881-0067, njankovic@kg.ac.rs

U tekućem milenijumu Republika Srbija se suočava sa značajnim izazovima u vođenju platnobilansne politike. Globalizacija i integracija u međunarodne tokove kapitala otvorile su mogućnosti za veće uključivanje u svetsku privredu, ali su istovremeno pojačale zavisnost od eksternih faktora – priliva stranih direktnih investicija, kretanja cena energenata, migracionih tokova i promena u globalnim lancima snabdevanja. Navedeni procesi oblikuju ograničenja u vođenju politike i istovremeno nameću potrebu za stalnim prilagođavanjem.

S druge strane, prisutne su i brojne razvojne mogućnosti. Rast suficita u trgovini uslugama, posebno u sektoru informacionih tehnologija i ostalih poslovnih usluga, predstavlja značajan potencijal za pokriće deficitarnih komponenti platnog bilansa. Dalje, energetska tranzicija i regionalna saradnja mogu otvoriti prostor za smanjenje uvozne zavisnosti i povećanje otpornosti nacionalne ekonomije. Međutim, realizacija tih potencijala zavisi od sposobnosti da se prevaziđu postojeća ograničenja kao što su strukturni deficit tekućeg računa i zavisnost od stranog kapitala.

Predmet istraživanja je evaluacija platnobilansne politike Republike Srbije u novom milenijumu, tačnije u periodu između 2007. i 2024. godine. Pri izboru perioda posmatranja posebna pažnja je posvećena njegovoj metodološkoj i institucionalnoj utemeljenosti. Za početnu godinu istraživanja određena je 2007. iz dva ključna razloga. Prvo, zaključno sa krajem 2006. godine, Republika Srbija je bila deo državne zajednice sa Crnom Gorom, što je u značajnoj meri otežavalo samostalno sagledavanje i analiziranje ekonomskih kretanja u okviru platnog bilansa. Tek nakon razdruživanja stečeni su uslovi za vođenje samostalne statistike spoljnog sektora, što omogućava konzistentniju i relevantniju analizu u kontekstu nacionalne ekonomije.

Drugi razlog vezan je za promenu metodološkog okvira izrade platnog bilansa. Do kraja 2006. godine Narodna banka Srbije izrađivala je platni bilans prema metodologiji Međunarodnog monetarnog fonda – BPM5 (Balance of Payments Manual, Fifth Edition). Od 2007. godine uvedena je nova metodologija BPM6 (Balance of Payments and International Investment Position Manual, Sixth Edition), koja je omogućila detaljniju, precizniju i sa savremenijim standardima usklađenu statističku obradu. Upravo kontinuitet u primeni BPM6 metodologije tokom posmatranog perioda (2007–2024) obezbeđuje uporedivost podataka i pouzdanost empirijske analize. U skladu sa definisanim predmetom istraživanja, cilj istraživanja je da se identifikuju ključna ograničenja i budući izazovi u vođenju platnobilansne politike u Republici Srbiji.

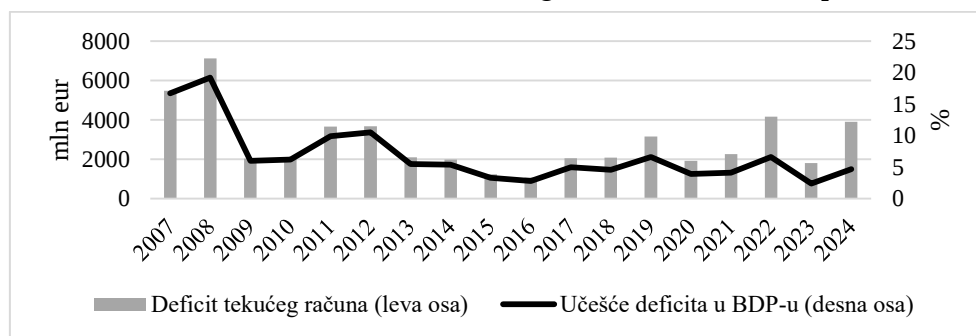
Saglasno navedenom, rad je organizovan na sledeći način. Nakon uvodnog dela prikazane su stilizovane činjenice u pogledu tekućeg računa Republike Srbije. U drugom delu istraživanja, analizirana je struktura računa primarnog dohotka kao sve značajnijeg faktora produbljivanja eksterne neravnoteže. U trećem i četvrtom delu istraživanja ukazano je na ključna ograničenja, ali i mogućnosti i izazove za vođenje platnobilansne politike u budućem periodu. Zaključna razmatranja prikazana su u poslednjem delu rada.

Pregled platnobilansnih kretanja

Jedno od konstantnih makroekonomskih ograničenja srpske privrede je deficit tekućeg računa (Tubić, et. al, 2018, 271). Nedovoljnost domaće akumulacije za finansiranje investicione potrošnje opredeljuje negativan saldo tekućeg bilansa Republike Srbije tokom svih godina

posmatranog perioda (slika 1). Rekordne vrednosti deficita ostvarene su u prve dve godine analiziranog vreneskog intervala kada je deficit iznosio 5,4 odnosno 7,1 milijardu evra. Od 2009. godine prisutan je postepen, ali ne i konstantan trend, redukcije deficita tekućeg računa. Izvestan kontinuitet u smanjenju deficita tekućeg računa prisutan je u periodu od 2012. do 2016. godine kada je ujedno zabeležena i najniža vrednost deficita (1,07 milijardi evra). Od 2017. godine beleže se relativno stabilne, ujednačene vrednosti deficita tekućeg računa, sa izraženijim odstupanjima u 2019., 2022. i 2024. godini. Tokom poslednjih deset godina analiziranog vremenskog intervala, najviši deficit tekućeg računa zabeležen je 2022. godine, dominantno usled rasta robog deficita i energetske krize izazvane ratom između Rusije i Ukrajine (Čakajac & Janković, 2023, 66). Kada se posmatra učešće deficita u bruto domaćem proizvodu, kao jedan od indikatora održivosti deficita tekućeg računa, u 8 od 18 posmatranih godina deficit tekućeg računa iznosio je manje od 5% bruto domaćeg proizvoda, tako da se može zaključiti da je tokom većeg dela posmatranog perioda deficit bio van zone održivosti.

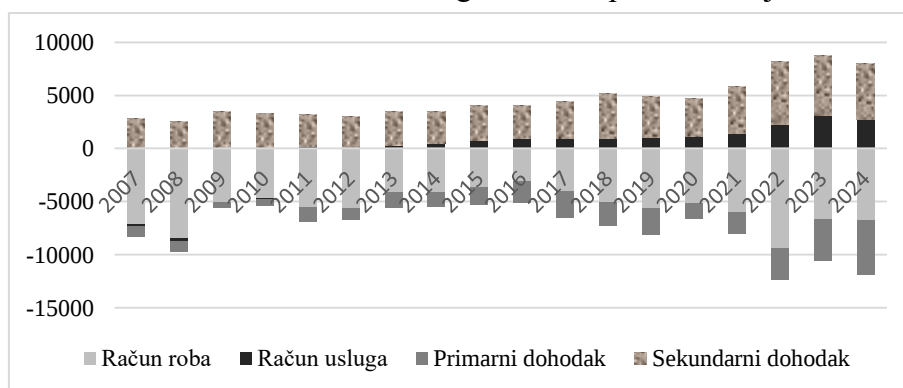
Slika 1. Dinamika i učešće deficita tekućeg računa u BDP- u Republike Srbije



Izvor: Narodna banka Srbije i Ministarstvo finansija

Dominantan uticaj na dinamiku deficita tekućeg računa ima deficit robne razmene (Golubović, 2009; Čakajac et.al. 2025). Pored njega, sve značajniji činilac produbljivanja platnobilansne neravnoteže je račun primarnog dohotka (Sekulić, et.al, 2024). Sa druge strane, sekundarni dohodak predstavlja kontinuirano suficitarnu komponentu tekućeg računa i važan činilac uravnoteženja platnobilansne pozicije primarnog zahvaljujući visokom prilivu doznaka iz inostranstva. Pored računa sekundarnog dohotka, ublažavanju platnobilansne neravnoteže značajno doprinose rastući suficiti na računu usluga, primarno zahvaljujući pozitivnom saldu u razmeni IKT i ostalih poslovnih usluga (Kalinović, et.al, 2022, 196; Janković, 2025, 294).

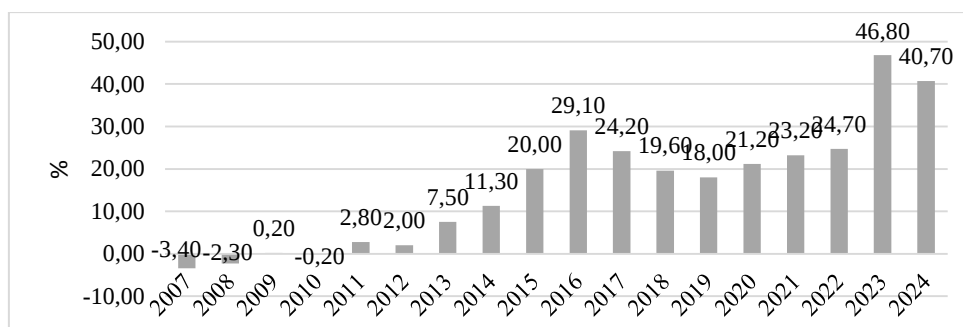
Slika 2. Struktura tekućeg računa Republike Srbije



Izvor: Narodna banka Srbije

Doprinos suficita usluga u reduciranju platnobilansne neravnoteže direktno se ogleda u sve većoj pokrivenosti robnog deficita (slika 3). Na početku posmatranog perioda zabeležene su niske vrednosti deficita u razmeni usluga, tako da suštinski one u tom periodu nisu mogle doprineti uravnoteženju domaće platnobilansne pozicije. Međutim, zahvaljujući smanjenju robnog deficita, ali i kontinuirano rastućim suficitima u razmeni usluga one obezbeđuju sve veću pokrivenost robnog deficita, sa rekordnim doprinosima u poslednje dve godine analiziranog vremenskog intervala.

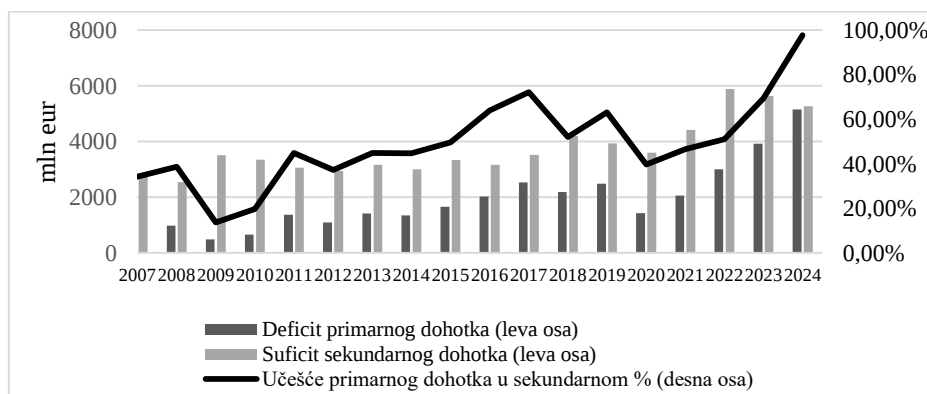
Slika 3. Pokrivenost robnog deficita suficitom u razmeni usluga



Izvor: Autori na bazi NBS

Ukoliko se posmatra podbilans dohotka, suficiti sekundarnog dohotka su tokom čitavog vremenskog perioda uspevali da obezbede pokrivenost deficita na računu primarnog dohotka (slika 4). Pored deficita primarnog dohotka, suficiti računa sekundarnog dohotka su uspevali da neutrališu značajan deo robnog deficita i da na taj način znatno ublaže problem platnobilansne neravnoteže.

Slika 4. Odnos bilansa primarnog i sekundarnog dohotka



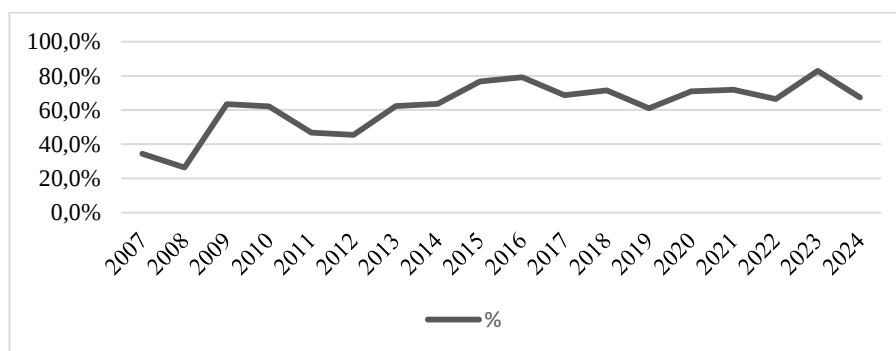
Izvor: Narodna banka Srbije

Međutim, nepovoljna je činjenica da tokom poslednjih nekoliko godina deficit primarnog dohotka u sve većoj meri neutrališe suficite na računu sekundarnog dohotka, čime je njegova uloga u reduciranju platnobilansne neravnoteže znatno manja nego ranije. Istovremeno, tokom poslednje tri godine analiziranog vremenskog perioda, prisutan je trend smanjenja suficita na računu sekundarnog dohotka, primarno usled smanjenja zvanične pomoći Vladi, a delom i usled smanjenog priliva doznaka (NBS, 2025, 36; PKS, 2025, 5). Navedene tendencije, ali i rastući rashodi po osnovu direktnih investicija, uticali su da u 2024. godini, deficit računa

primarnog dohotka i suficit računa sekundarnog dohotka budu praktično izjednačeni.

Prikazani trendovi u podbilansu dohotka, negativno su se odrazili i na smanjenu pokrivenost deficitarnih komponenti tekućeg računa (bilans roba i računa primarnog dohotka). U inicijalnim godinama posmatranog perioda, pokrivenost deficitarnih komponenti suficitarnim komponentama bila je na najnižem nivou, imajući u vidu činjenicu da je pozitivan saldo među četiri računa tekućeg bilansa imao jedino račun sekundarnog dohotka. Rastući suficiti računa usluga, uz još uvek visok priliv doznaka iz inostranstva, kao i smanjenje robnog deficita uticali su na trend rastuće pokrivenosti deficitarnih komponenti sa rekordnom vrednošću u 2023. godini (82.9%).

Slika 5. Pokrivenost deficitarnih komponenti TR, suficitarnim komponentama (u %)



Izvor: Autori na bazi NBS

Nešto niža pokrivenost deficitarnih komponenti zabeležena je tokom 2024. godine (67,3%). Tome je u najvećoj meri doprineo rast deficita na računu primarnog dohotka za 1,2 milijarde evra, uz znatno blaži rast robnog deficita (151 milion evra). Sa druge strane pozitivan saldo suficitarnih komponenti tekućeg računa je u odnosu na 2023. godinu smanjen za 713 miliona evra, tako da suficitarne komponente nisu mogle kompenzovati osetno povećanje deficita računa primarnog dohotka.

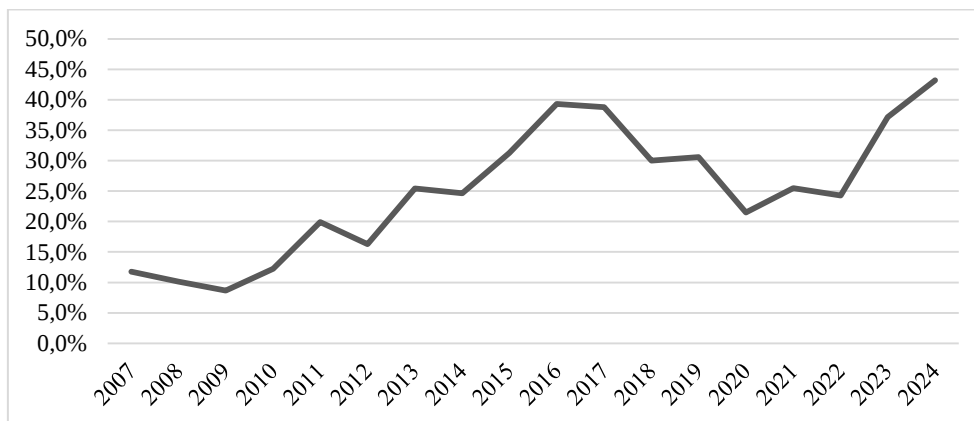
Uloga primarnog dohotka u produbljivanju platnobilansne neravnoteže

U računu primarnog dohotka evidentiraju se transakcije koje proizilaze iz međunarodnih ekonomskih odnosa vezanih za naknade po osnovu vlasništva nad proizvodnim faktorima i preraspodele dohotka između rezidenata i nerezidenata. On obuhvata, pre svega, nadoknade zaposlenima koje rezidenti ostvaruju radom u inostranstvu ili koje nerezidenti primaju iz domaće ekonomije, zatim prihode i rashode po osnovu ulaganja, odnosno kamate, dividende, reinvestiranu dobit i ostale prihode po osnovu finansijskih instrumenata (Kovačević, 2020, 96). Pored toga, u okviru ovog računa evidentiraju se i transferi vezani za poreze i subvencije na proizvodnju i uvoz, kao i naknade za korišćenje prirodnih resursa. Na taj način račun primarnog dohotka odražava kretanja dohotka proisteklog iz međunarodnih faktorskih tokova i predstavlja važan segment ukupne bilansne pozicije zemlje.

Kao što je ranije istaknuto, tekući račun platnog bilansa Republike Srbije se, pored deficita robne razmene, odlikuje i kontinuiranim deficitom na računu primarnog dohotka. Posmatrano u relativnom smislu, deficit računa primarnog dohotka postaje sve značajniji segment deficitarnih komponenti tekućeg računa Republike Srbije (slika 6). Tokom

posmatranog perioda učešće deficita računa primarnog dohotka u strukturi deficitarnih komponenti tekućeg računa je povećano za više od 30 procentih poena.

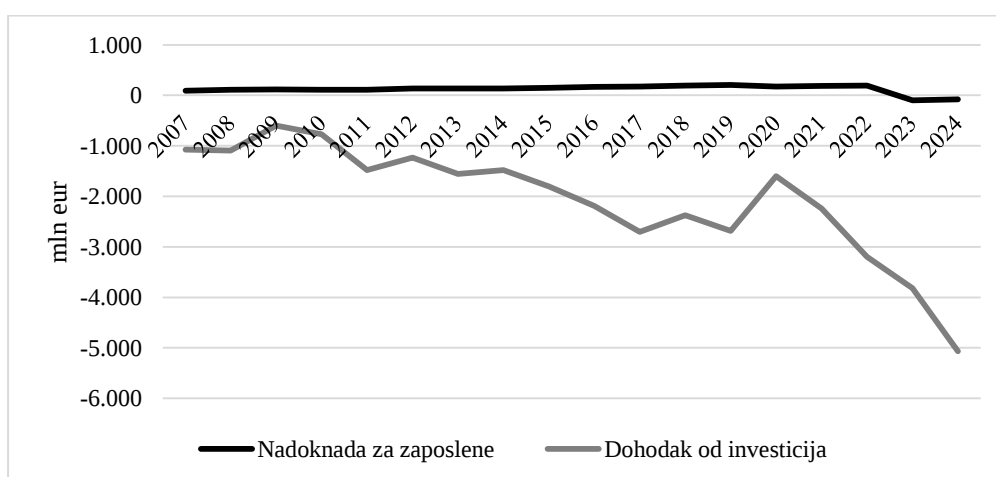
Slika 6. Učešće primarnog dohotka u strukturi deficitarnih komponenti tekućeg računa Republike Srbije (u %)



Izvor: Autori na bazi NBS

Kako bi se adekvatnije sagledali razlozi sve značajnijeg učešća deficita primarnog dohotka u strukturi deficitarnih komponenti, najpre se treba osvrnuti na negovu strukturu. Nju čine nadoknade za zaposlene, dohodak od investicija i ostali primarni dohodak. Obzirom na zanemarljive vrednosti podbilansa ostalog primarnog dohotka, na slici 7 prikazani su nadoknade za zaposlene i dohodak od investicija kao najznačajnije komponente računa primarnog dohotka Republike Srbije. Pregledom slike 7, uočljiv je izražen trend rasta deficita u podbilansu dohodak od investicija, koji je u 2024. godini premašio iznos od 5 milijardi evra. Ostvareni suficiti u pogledu nadoknada za zaposlene nisu uspeali da značajnije ublaže negativne efekte rastućeg deficita po osnovu dohotka od investicija, pri čemu i ova komponenta računa primarnog dohotka beleži negativan saldo tokom poslednje dve godine posmatranog perioda.

Slika 7. Struktura računa primarnog dohotka Republike Srbije

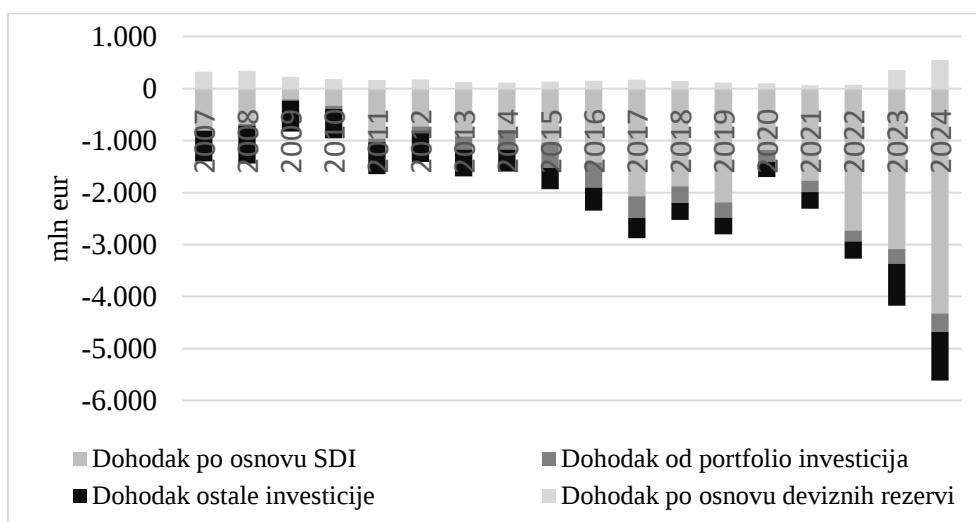


Izvor: Narodna banka Srbije

Platnobilansnu kategoriju dohodak od investicija čine četiri segmenta i to: dohodak od direktnih investicija, dohodak od portfolio investicija, dohodak od ostalih investicija i dohodak po osnovu deviznih rezervi. Sa slike 8 može se uočiti da se tokom čitavog posmatranog

perioda, suficit ostvaruje jedino po osnovu dohotka od deviznih rezervi. Reč je o prinosima koje centralna banka ostvaruje na osnovu plasiranih rezervi u inostrastvu. Deficit dohotka po osnovu portfolio investicija je značajno manji u poređenju sa negativnim saldonom ostvarenim u pogledu dohotka od ostalih i direktnih investicija. Ono što je interesantno primetiti je da je u početnim godinama posmatranog perioda, deficit dohotka po osnovu ostalih investicija bio viši u poređenju sa deficitom dohotka po osnovu direktnih investicija koje su na kraju analiziranog vremenskog perioda daleko najznačajniji uzrok ostvarenog deficita po osnovu dohotka od investicija i generalno računa primarnog dohotka.

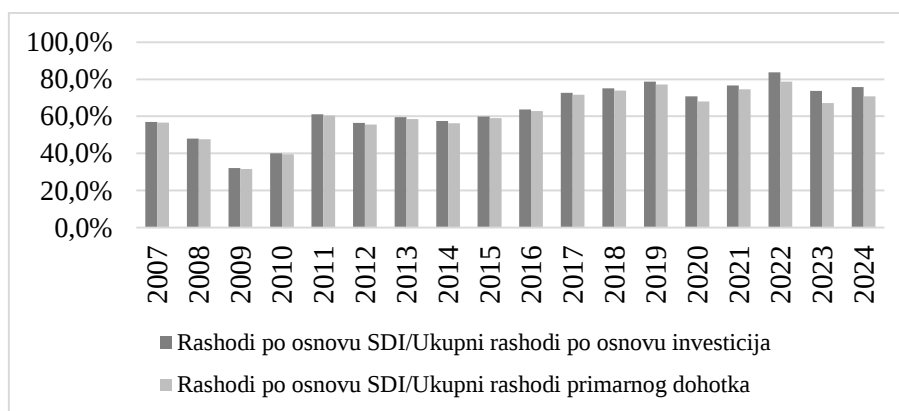
Slika 8. Struktura podbilansa dohotka od investicija



Izvor: Narodna banka Srbije

Navedeni deficiti u domenu dohotka od investicija rezultat su činjenice da su rashodi po osnovu svih vidova investicija (direktnih, portfolio i ostalih) viši u poređenju sa prihodima od istih. Pritom, rashodi po osnovu stranih direktnih investicija predstavljaju preko 70% od ukupnih rashoda po osnovu ukupnih investicija odnosno od ukupnih rashoda podbilansa primarnog dohotka (slika 9).

Slika 9. Rashodi po osnovu SDI kao uzrok deficita računa primarnog dohotka



Izvor: Narodna banka Srbije

Dohodak od direktnih investicija obuhvata kamate na zajmove unutar povezanih preduzeća i vlasnički kapital koji obuhvata isplaćene dividende i reinvestiranu dobit

(Kovačević, 2012, 44). Preciznije rečeno stavka vlasnički kapital pokazuje koliki deo profita se reinvestira u zemlji, a koji deo profita strani investitori repatriiraju u matičnu ekonomiju. Uobičajeno je da u ranim fazama investicionog ciklusa reinvestirana dobit prevazilazi isplaćene dividende. To se objašnjava time što strani investitori, nakon ulaska na novo tržište, nastoje da konsoliduju poslovanje i prošire kapacitete preduzeća. U tom periodu strateški interes im nije povlačenje dobiti u matičnu zemlju, već njeno zadržavanje i ulaganje u razvoj, modernizaciju i povećanje konkurentnosti firme u zemlji domaćinu. Tek kada kompanija dostigne stabilan nivo poslovanja i osigura profitabilnost, naglasak se pomera ka većem izvlačenju dobiti kroz dividende, dok se obim reinvestirane dobiti postepeno smanjuje na nivo potreban za održavanje tekućih operacija.

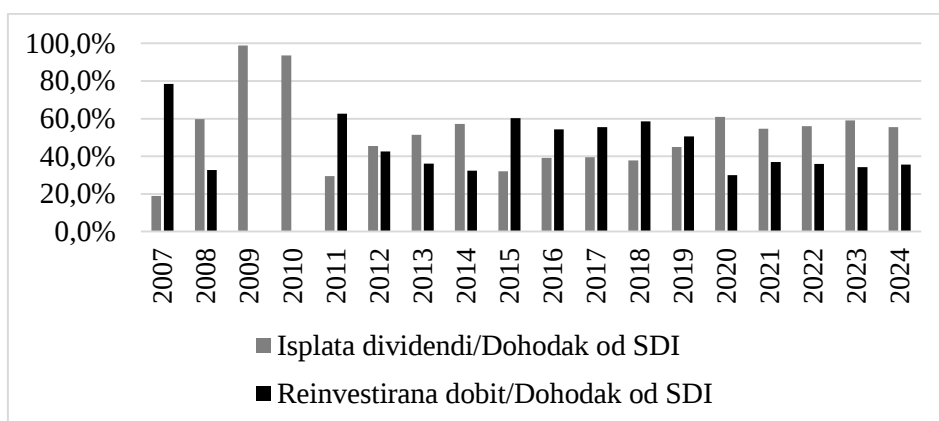
Tabela 1. Struktura dohotka po osnovu stranih direktnih investicija u Republici Srbiji

Godina	Vlasnički kapital			Kamata	Dohodak po osnovu SDI
	Isplata dividendi	Reinvestirana dobit	Ukupno		
2007.	150	621	771	20	791
2008.	408	223	631	50	681
2009.	200	-13	187	15	202
2010.	313	-5	308	26	334
2011.	284	602	886	75	961
2012.	330	309	639	86	725
2013.	472	332	804	114	918
2014.	455	258	713	82	795
2015.	331	624	955	81	1036
2016.	555	770	1325	91	1416
2017.	818	1148	1966	105	2071
2018.	711	1101	1812	69	1881
2019.	986	1108	2095	96	2191
2020.	718	353	1070	108	1178
2021.	966	654	1620	148	1768
2022.	1530	981	2511	218	2729
2023.	1823	1056	2879	208	3087
2024.	2401	1539	3939	386	4325

Izvor: Narodna banka Srbije

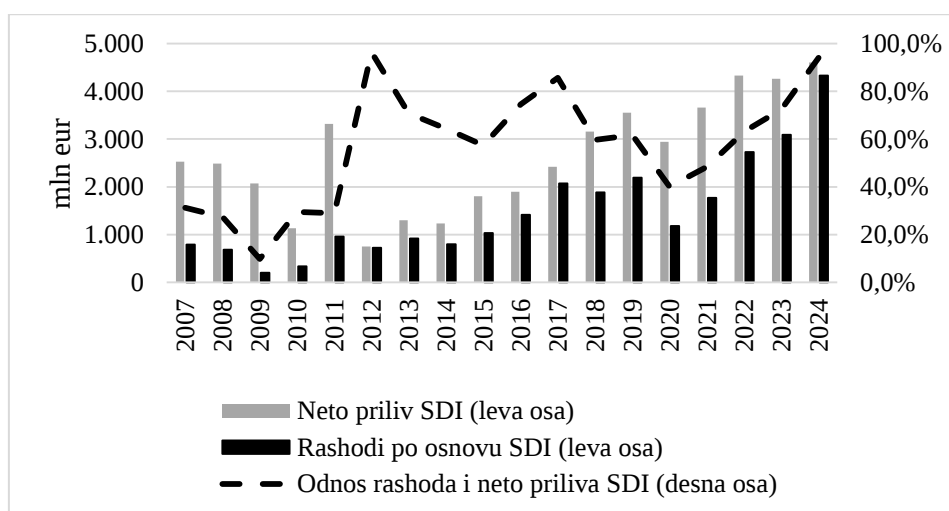
Navedeno se može potvrditi i u slučaju Republike Srbije (tabela 1), obzirom da su investitori veći deo svog kapitala usmeravali kroz reinvestiranu dobit u poređenju sa isplatom dividendi. Međutim, od 2020. prisutan je drugačiji obrazac, obzirom da isplata dividendi premašuje vrednosti reinvestirane dobiti (slika 10). Po osnovu dohotka direktnih investicija strani investitori su u 2024. godini transferisali iz srpske ekonomije rekordnih 4,3 milijarde evra (5,3% BDP-a) dominantno kroz repatrijaciju profita u matične ekonomije.

Iz perspektive finansiranja deficita tekućeg računa i valorizacije efekata stranih direktnih investicija na platni bilans jedne zemlje korisno je izvršiti komparaciju između vrednosti neto priliva stranih direktnih investicija i sa njima povezanih rashoda. Sa jedne strane, rastući priliv stranih direktnih investicija utiče na suficit finansijskog računa koji oslikava način ka koji se finansira deficit na tekućem računu (Kovačević, 2020, 10). Istovremeno, rastući prilivi stranih direktnih investicija utiču na širenje deficita računa primarnog dohotka i tekućeg računa u celini što značajno sužava njihov krajnji (neto) efekat u finansiranju platnobilansne neravnoteže.

Slika 10. Odnos isplate dividendi i reinvestirane dobiti

Izvor: Narodna banka Srbije

U takvim okolnostima, sve veći neto priliv stranog kapitala rezultovaće rastućim deficitima računa primarnog dohotka u narednim godinama (Kovačević, 2024, 383). Posmatrano iz perspektive Republike Srbije, u inicijalnim godinama posmatranog perioda zabeleženo je blago smanjenje neto priliva stranih direktnih investicija uz istovremeno smanjenje sa njima povezanih rashoda. Sve do 2012. godine rashodi po osnovu stranih direktnih investicija bili su zanemarljivi i predstavljali su između 10-30% njihovog ukupnog neto priliva. U 2012. godini po prvi put su neto prilivi po osnovu stranih direktnih investicija bili gotovo izjednačeni sa njima povezanim rashodima. Nakon 2020. godine ponovo evidentan je ubrzan rast rashoda po osnovu stranih direktnih investicija, koji premašuje dinamiku neto priliva SDI. Posledično, u 2024. godini rashodi dosežu nivo od 94% ukupnog neto priliva SDI, što nedvosmisleno ukazuje na njihov veoma ograničen efekat u finansiranju deficita tekućeg računa.

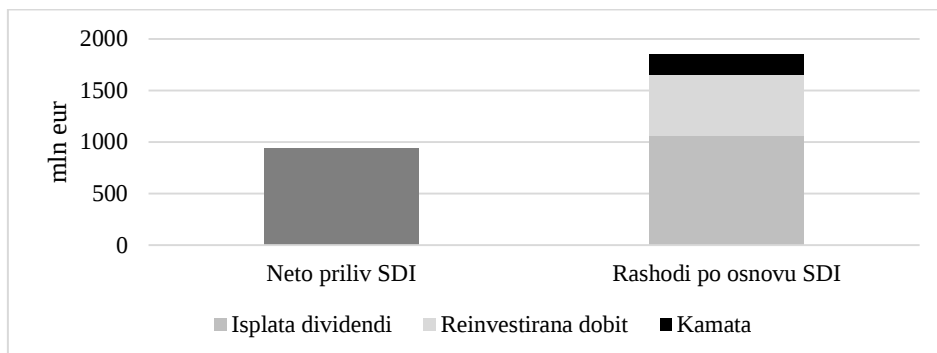
Slika 11. Odnos neto priliva SDI i rashoda po osnovu SDI

Izvor: Autori na bazi NBS

Trend bržeg rasta rashoda po osnovu SDI u odnosu na njihov neto priliv nastavio se i u prvoj polovini 2025. godine. Iako istraživanje obuhvata period od 2007. do 2024. godine, važno je uočiti da se po prvi put u tom intervalu javlja pojava da rashodi po osnovu SDI nadmašuju

vrednost njihovog neto priliva, što predstavlja značajnu promenu u dinamici kretanja ove bilansne stavke (slika 12).

Slika 12. Komparacija neto priliva SDI sa njima povezanim rashodima za period januar-jun 2025. godine



Izvor: Narodna banka Srbije

Naime, u prvoj polovini godine neto priliv SDI iznosio je 942 miliona evra. U istom periodu stranim investitorima je po osnovu dividende isplaćeno 1,06 milijardi evra što sugeriše da su strani investitori više novca „izneli“ po osnovu repatrijacije profita, nego što su u srpsku ekonomiju „uneli“ posredstvom novih ulaganja. Ukoliko se na ovaj iznos doda još i iznos reinvestirane dobiti (594 miliona evra) i kamata (196 miliona evra) ukupni deficit dohtoka po osnovu stranih direktnih investicija iznosio je 1.850 miliona evra što je gotovo duplo više u poređenju sa vrednošću njihovog neto priliva u istom vremenskom periodu. Sutšinski, navedeno ukazuje da su strane direktne investicije u prvoj polovini 2025. godine počele da doprinose produbljivanju platnobilansne neravnoteže, umesto da pomažu u njenom finansiranju.

Postojeća ograničenja i perspektive platnobilansne politike

Kreiranje i sprovođenje platnobilansne politike Republike Srbije odvija se u uslovima izražene globalne međuzavisnosti i visoke izloženosti malih i otvorenih ekonomija. Kao zemlja sa ograničenim unutrašnjim akumulacionim potencijalom i naglašenom potrebom za prilivom stranog kapitala, Republika Srbija je u znatnoj meri izložena eksternim šokovima koji se odražavaju na stabilnost platnobilansne pozicije. U takvom okruženju, ključni zadatak platnobilansne politike je da obezbedi održivost eksterne pozicije zemlje, kako u pogledu tekućih transakcija tako i u domenu finansijskih tokova, uz očuvanje poverenja stranih investitora i međunarodnih institucija.

Perspektive razvoja platnobilansne politike uslovljene su potrebom za strukturnim prilagođavanjima domaće ekonomije, ali i sposobnošću da se efikasno upravlja prilivima i odlivima kapitala u dugom roku. Naglašen deficit tekućeg računa, visoka zavisnost od stranih direktnih investicija i značaj doznaka iz dijaspora samo su neki od faktora koji oblikuju dinamiku spoljne pozicije zemlje. U takvim okolnostima, od suštinskog značaja je pronalaženje ravnoteže između potrebe za privlačenjem novog kapitala i upravljanja rizicima koji proističu iz prekomernog oslanjanja na spoljne izvore finansiranja.

Jedno od najznačajnijih ograničenja u vođenju platnobilansne politike predstavlja visoka uvozna i energetska zavisnost domaće ekonomije (Gajić, 2018, 46). Srbija veliki deo

svojih energetske potrebe namiruje iz uvoza, što čini tekući račun platnog bilansa osjetljivim na kretanja svetskih cena energenata i geopolitičke faktore. Istovremeno, strukturu izvoza u velikoj meri čine proizvodi niže dodate vrednosti, što ograničava konkurentnost na međunarodnim tržištima i sužava prostor za ostvarivanje povoljnijeg spoljnotrgovinskog salda (Bjelić, 2012, 14; Milovanović, et.al, 2020, 158; Todorović & Đorđević, 2024, 382). Nedovoljna diversifikacija izvoznog asortimana dodatno povećava izloženost domaće privrede eksternim šokovima i fluktuaciji tražnje u ograničenom broju partnerskih zemalja.

Drugi važan limitirajući faktor je visoka zavisnost od stranog kapitala, pri čemu se naročito ističe oslanjanje na prilive po osnovu stranih direktnih investicija. Iako SDI doprinose finansiranju deficita tekućeg računa i podržavaju privredni rast, prekomerna zavisnost od njihovih priliva stvara dugoročne rizike, naročito u uslovima povećane repatrijacije profita i ograničenog reinvesticija. Navedeno je posebno do izražaja došlo tokom 2024. godine kada su rashodi po osnovu stranih direktnih investicija faktički bili izjednačeni sa njihovim neto prilivima. Istovremeno, u prvoj polovini 2025. godine rashodi po osnovu stranih direktnih investicija bili su značajno viši od vrednosti njihovog neto priliva što postojeću politiku finansiranja deficita tekućeg računa neto prilivom SDI čini jako upitnom.

Politika deviznog kursa predstavlja jedno od centralnih ograničenja platnobilansne politike u Srbiji. Narodna banka Srbije vodi politiku rukovođenog fluktuiranja kursa dinara (Beker Pucar & Glavaški, 2025). Iako je stabilnost kursa u velikoj meri doprinela očuvanju niske inflacije i makroekonomskoj predvidivosti, ona je istovremeno proizvela i niz strukturnih izazova. Realno posmatrano, kurs dinara se u poslednjim godinama nalazi na nivou koji se može oceniti kao precenjen. Takav kurs utiče na smanjenje cenovne konkurentnosti domaćih proizvoda na međunarodnom tržištu što destimuliše izvoz, stimuliše uvoz, čineći uvozne proizvode jeftinijim (Kovačević, M., 2012, 33; Kovačević R, 2025, 5).

Posledica ovakve politike je trajno ograničen prostor za korekciju tekućeg računa platnog bilansa, jer se privreda dugoročno oslanja na uvoz roba i usluga. Umesto da devizni kurs funkcioniše kao prilagodljiv instrument koji može amortizovati eksterne šokove i podržati konkurentnost izvoznog sektora, njegova uloga je svedena na obezbeđivanje cenovne i finansijske stabilnosti (Sekulić et.al, 2024, 72). Ovim se u velikoj meri gubi fleksibilnost platnobilansne politike, budući da se održavanje stabilnog kursa pri precenjenom dinaru finansira stalnim prilivima kapitala, pre svega kroz strane direktne investicije i zaduživanje, što dodatno povećava dugoročnu zavisnost ekonomije od spoljnih izvora finansiranja.

Konačno, spoljna zaduženost Srbije i rastući rashodi po osnovu kamata predstavljaju sve izraženije ograničenje. Porast javnog i privatnog duga u inostranstvu povećava osjetljivost ekonomije na kretanja međunarodnih kamatnih stopa i utiče na porast obaveza u bilansnoj poziciji dohotka. Ovi faktori, posmatrani zajedno, značajno sužavaju prostor za efektivnije kreiranje i sprovođenje platnobilansne politike, jer ograničeni instrumenti moraju da deluju u uslovima strukturnih slabosti koje su dugoročne prirode.

Neophodnost strukturnih prilagođavanja predstavlja ključni preduslov za dugoročnu stabilnost platnobilansne pozicije Srbije. Deficit tekućeg računa nije moguće trajno neutralisati bez jačanja izvoznog sektora i unapređenja proizvodne diverzifikacije. Prisutna orijentacija

izvoza na proizvode niže dodate vrednosti zahteva preusmeravanje ka složenijim proizvodima i tehnologijama koje obezbeđuju veću konkurentnost na međunarodnom tržištu. U tom kontekstu, neophodno je strateško usmeravanje ekonomske politike ka podsticanju proizvodnih grana sa izvoznim potencijalom, uz aktivnu podršku države kroz industrijske i trgovinske politike.

Istovremeno, poseban značaj ima pospešivanje domaće akumulacije i razvoj finansijskog tržišta. Jačanje unutrašnjih izvora finansiranja smanjilo bi zavisnost od stranog kapitala i zaduživanja u inostranstvu, a istovremeno podstaklo produktivna ulaganja u realni sektor. Dodatno, smanjenje energetske zavisnosti kroz ulaganje u obnovljive izvore energije i energetska efikasnost takođe bi doprinelo održivosti deficita tekućeg računa, jer bi uticalo na smanjenje jedne od najvećih uvoznih stavki.

Pored navedenog, potrebno je i efektivnije korišćenje doznaka iz inostranstva, koje su tokom poslednjih decenija predstavljale značajan izvor deviznih priliva. Međutim, dugoročna emigracija, posebno mlade i radnosposobne populacije, smanjuje potencijal budućih priliva doznaka. Stoga je neophodno razvijati instrumente koji će postojeće doznake usmeravati ka investicijama u domaću privredu, a ne isključivo ka finansiranju tekuće potrošnje.

Na kraju, veliki potencijal za stabilizaciju i unapređenje platnobilansne pozicije „leži“ u sektoru usluga. Vrednovanje ovog potencijala zahteva unapređenje konkurentnosti domaćih usluga i poseban akcenat na razvoju izvoza usluga visoke dodate vrednosti, kao što su informacione tehnologije, inženjering, finansijske i kreativne usluge. Jačanjem ovog segmenta, Srbija može ostvariti značajne devizne prilive i postepeno smanjivati strukturne disbalanse u tekućem računu.

Izazovi pred platnobilansnom politikom u narednom periodu

U narednim godinama kreiranje efektivne platnobilansne politike u Srbiji potencijalno može biti determinisano promenama u spoljnim izvorima finansiranja i strukturnim kretanjima koja utiču na tekući račun. Potencijalno slabljenje priliva SDI, izmena njihove uloge od „stabilizatora“ ka generatoru neravnoteže, moguće smanjenje doznaka usled demografskih obrazaca emigracije, preoblikovanje globalnih lanaca snabdevanja, kao i zaduživanje pod strožijim uslovima – zajednički su skup ograničenja koja sužavaju manevarski prostor buduće platnobilansne politike i zahtevaju proaktivna, strukturna prilagođavanja.

Elementarna greška u vođenju platnobilansne politike učinjena je kada se umesto politike prilagođavanja odlučilo vršiti finansiranje deficita tekućeg računa. Snažan priliv stranih direktnih investicija uticao je da one postanu važan izvor finansiranja deficita tekućeg računa srpske privrede. Međutim, sve izraženiji prilivi stranih direktnih investicija vremenom su stvarali sve veći pritisak na širenje deficita tekućeg računa dominantno u segmentu primarnog dohotka. Kontinuirano rastuće prilive stranih direktnih investicija jako je teško ostvariti tokom čitavog investicionog ciklusa. Istovremeno, dosadašnji obrazac pokazuje da kako investicioni ciklusi vremenom sazrevaju dolazi do rasta isplate dividendi i kamata što implicira da neto efekat stranih direktnih investicija kao izvora finansiranja vremenom slabi. Drugim rečima, kada rashodi po osnovu stranih direktnih investicija rastu brže od njihovog neto priliva menja se paradigma stranih direktnih investicija – one postaju izvor neravnoteže, a ne izvor

finansiranja deficita. Navedeno je upravo bilo karakteristično za domaću privredu u prvoj polovini tekuće godine.

Istovremeno, po prvi put je prisutno smanjenje suficita na računu sekundarnog dohotka. Uprkos blagom smanjenju neto priliva doznaka, one još uvek imaju jako značajnu ulogu u reduciranju platnobilansne neravnoteže srpske privrede (Kovačević, 2025, 4). Osvrtom na aktuelne demografske činioce, postoji opravdana bojazan da to tako neće biti u budućnosti. Sa jedne strane, prva generacija emigranata, koja je najviše i najredovnije slala doznake u zemlju, ulazi u period starenja i penzionisanja. To neizbežno implicira pad raspoloživog dohotka i samim tim smanjenu sposobnost da se podržavaju članovi porodice u Srbiji. Sa druge strane, druga i treća generacija, iako često finansijski uspešnija, imaju sve slabije emocionalne i ekonomske veze sa maticom. Njihovo uključivanje u lokalne ekonomije zemalja prijema, integracija i postepena „asimilacija“ dovode do toga da se doznake vremenom svode na simbolične transfere ili potpuno prestanu.

Poseban aspekt smanjenja doznaka vezan je za porodične i demografske faktore. Pregledom postojeće emigracione strukture, evidentno je da dominiraju mladi, visokoobrazovni ljudi u reprodukcijom dobu. Kod mlađih emigranata iz Srbije česta je praksa da nakon određenog perioda u inostranstvo presele i svoje supružnike i decu, dok u zemlji ostaju samo roditelji. Dok su roditelji živi, doznake se redovno šalju kao vid porodične podrške, ali njihovom smrću taj motiv prestaje i prilivi se često u potpunosti gase. Na ovaj način potencijal doznaka postepeno opada, jer se u narednim generacijama gubi neposredna ekonomska i emotivna veza sa maticom. Ovaj obrazac ukazuje da Srbija u srednjem i dugom roku ne može računati na trajno visoke nivoe doznaka kao na stabilan devizni izvor, što nameće potrebu za pravovremenim institucionalnim politikama koje će postojeće prilive usmeravati u investicione tokove i obezbeđivati održive veze sa dijasporom.

Promene u globalnim lancima snabdevanja predstavljaju jedan od ključnih strukturnih izazova za buduću platnobilansnu politiku Srbije. Nakon pandemije COVID-19, rata u Ukrajini i porasta geopolitičkih tenzija, tradicionalni model „*just-in-time*“ proizvodnje sve više ustupa mesto strategijama *nearshoring-a* i *friend-shoring-a*. Multinacionalne kompanije nastoje da proizvodnju približe tržištima potrošnje i premeste je u politički stabilnije sredine, što za Srbiju donosi i potencijalne rizike i šanse.

Sa stanovišta rizika, Srbija ostaje uglavnom pozicionirana u nižim karikama globalnih lanaca vrednosti. Industrije poput automobilske i elektronske često se u Srbiji oslanjaju na finalno sklapanje uz visok uvozni sadržaj komponenti (Kovačević et. al, 2021, 304). To znači da, iako nominalno raste robni izvoz, neto devizni efekat ostaje slab, jer većina dodate vrednosti odlazi u inostranstvo kroz uvoz delova i repatrijaciju profita stranih kompanija. Na taj način, čak i pri većem izvozu, Srbija ne uspeva da ostvari dovoljne devizne prihode za uravnoteženje deficita tekućeg računa.

S druge strane, ove promene pružaju i značajne mogućnosti za domaću privredu. Geografska blizina Evropskoj uniji, povoljni trgovinski sporazumi i relativno konkurentni troškovi rada pozicioniraju Srbiju kao atraktivnu lokaciju za relokaciju proizvodnje. Da bi se ovo iskoristilo, neophodno je postepeno preusmeravanje ka sektorima sa višom dodatom

vrednošću – pre svega u oblasti automobilske elektronike, informacionih tehnologija, inženjeringa i slično. Na taj način može se povećati vrednost izvoza i obezbediti trajniji pozitivan uticaj na platni bilans.

Implikacije za ekonomsku politiku su višeslojne. Pre svega, potrebno je razviti programe lokalizacije dobavljača koji bi omogućili veću integraciju domaćih malih i srednjih preduzeća u lance snabdevanja velikih multinacionalnih kompanija. Jačanje logističke i transportne infrastrukture – modernizacija železnice, razvoj intermodalnih terminala i pojednostavljenje carinskih procedura – direktno utiče na sposobnost Srbije da se pozicionira kao pouzdano čvorište u novim trgovinskim tokovima. Dodatno, državna podrška usaglašavanju sa međunarodnim standardima kvaliteta i zaštite životne sredine neophodna je za ravnopravno učešće domaćih firmi u globalnim lancima vrednosti.

U krajnjoj instanci jedan od ključnih izazova u platnobilansnoj politici u budućem periodu biće kako će se budući deficiti tekućeg računa finansirati. U uslovima nedovoljnog priliva stranog kapitala, zaduživanje u inostranstvu predstavljaće glavnu opciju za pokriće deficita tekućeg računa. Iako je trenutno učešće spoljnog duga u BDP-u (59,2%) znatno ispod referentne vrednosti (80%), treba biti obazriv imajući u vidu postojeće kritike prema metodologiji obračuna vrednosti bruto domaćeg proizvoda. Istovremeno, u apsolutnom smislu posmatrano, spoljni dug dostigao je rekordnu vrednost u 2024. godini – 48.4 milijarde evra.

Iako se vrednosti ostalih indikatora eksterne pozicije nalaze u granicama referentnih vrednosti, treba biti obazriv, jer upravo u zavisnosti od likvidnosti i solventnosti nacionalne ekonomije zavisice u velikoj meri i kapaciteti za finansiranje deficita tekućeg računa. U uslovima visoke zaduženosti, finansiranje deficita dodatnim zaduživanjem biće znatno delikatnije, obzirom da će se novi zajmovi odobravati pod znatno rigoroznijim uslovima što će stvarati sve ozbiljniji pritisak na servisiranje dugova.

Zbog svih prikazanih izazova, jako je važno napustiti dosadašnju politiku finansiranja deficita, jer se ona bazira na lečenju posledica, ali ne i uzroka. Strukturno prilagođavanje i jačanje izvoznog sektora trebalo bi da postanu prioriteti platnobilansne politike u budućem periodu. Bez ovih aktivnosti platnobilansna politika ostaće reaktivna i skupa. Paralelno sa tim treba smanjivati uvoznú zavisnost, nastaviti sa jačanjem domaćeg finansijskog tržišta i značajne napore uložiti u valorizaciju potencijala sektora usluga. Istovremeno, vođenje odgovorne fiskalne politike je od neizostavne važnosti, obzirom da će fiskalne performanse determinisati širinu manevarskog prostora u vođenju platnobilansne politike u budućem periodu.

Zaključak

U ovom istraživanju dat je pokušaj da se valorizuju performanse platnobilansne politike u Republici Srbiji. S tim u vezi može se ustanoviti da je aktuelna platnobilansna politika zadržala obrasce iz prethodnih godina -problemu se ne pristupa sistemski i strateški već se polazi od najlakšeg, a potencijalno najpogubnijeg rešenja. Stoga, hronični deficit tekućeg računa nije nužno isključivo posmatrati kao problem, on predstavlja realnost još uvek neadekvatne privredne strukture i nedovršenih reformskih procesa koji traju već četiri decenije.

Deficit robnog bilansa i dalje predstavlja ključnu determinantu širenja

deficita tekućeg računa. Međutim, njegov uticaj je iz godine u godinu sve manji usled rapidnog širenja deficita na računu primarnog dohotka. Ozbiljnost sagledavanja problema rastućeg deficita u bilansu primarnog dohotka bila je relativizovana visokim prilivima doznaka iz inostranstva i po tom osnovu suficita na računu sekundarnog dohotka. U aktuelnim uslovima kada deficit primarnog dohotka gotovo u potpunosti neutrališe suficite na računu sekundarnog dohotka nedvosmisleno je da se mogućnosti finansiranja deficita tekućeg računa i odlaganja strukturnih prilagođavanja polako iscrpljuju.

Po prvi put u prvoj polovini 2025. godine Republika Srbija beleži negativan bilans između neto priliva kapitala po osnovu stranih direktnih investicija i rashoda koji iz njih proizlaze. Iznos repatriiranog profita u inostranstvo prevazišao je vrednost novih ulaganja u tekućoj godini, što potencijalno ukazuje na činjenicu da su potencijali finansiranja deficita posredstvom stranih direktnih investicija u značajnoj meri iscrpljeni.

Istovremeno, ogroman potencijal doznaka kao izvora eksternog finansiranja tokom posmatranog perioda nije valorizovan. Sredstva po osnovu doznaka su dominantno usmeravana za finansiranje tekuće potrošnje, a ne u investicionu motivaciju. Osvrtom na aktuelne demografske trendove, kao i postepeno smanjenje u prilivu doznaka, otvoreno se postavlja pitanje u kojoj meri će domaća platnobilansna politika moći u budućnosti da se osloni na doznake kao izvor eksternog finansiranja.

Rezultati istraživanja mogu biti interesantni za brojne ekonomske aktere, a pre svega za kreatore i nosioce aktuelne platnobilansne politike u Republici Srbiji. Svako dalje odlaganje potrebnih prilagođavanja privredne strukture i zanemarivanje postojećih ograničenja može učiniti vođenje platnobilansne politike jako skupim u bliskoj budućnosti. Stoga, potrebno je blagovremeno preduzeti konkretne korake i aktivnosti primarno u domenu jačanja izvoznog sektora, dubinskih reformi u energetsom sektoru i stvaranju stimulativnih uslova za strane investitore da veći deo svojih profita reinvestiraju u domaću privredu kako bi se makar u srednjem roku ublažili pritisci na primarni dohodak i platni bilans u celini.

Reference

1. Beker Pucar, E., Glavaški, O. (2025). Mechanisms of exchange rate determination in the soft and hard managed floating regime: the case of Serbia. *Post-Communist Economies*. <https://doi.org/10.1080/14631377.2025.2481240>
2. Bjelić, P. (2012). Položaj Srbije u svetskoj trgovini. U: Bjelić, P., Dimitrijević, D. (2012). *Položaj Srbije u savremenim međunarodnim odnosima*. Institut za međunarodnu politiku i privredu, Beograd.
3. Čakajac, B., Janković, N. (2023). Implikacije rusko-ukrajinskog sukoba na privredu Republike Srbije. U: Veselinović, P., Lojanica, N. (ur). *Institucionalne promene kao determinanta privrednog razvoja Republike Srbije*. Ekonomski fakultet Kragujevac, 57-76.
4. Čakajac, B., Janković, N., Jelić, I. (2025). Deficit robne razmene kao ključni generator platnobilansne neravnoteže u Republici Srbiji. *Ekonomski izazovi*, 27(14), 61-74. <https://doi.org/10.5937/EkoIzazov2527061C>
5. Gajić, M. (2018). *Top ten economic misconceptions in Serbia*. Libertarian club, Belgrade.
6. Golubović, N. (2009). O održivosti deficita tekućeg bilansa Srbije. U: Cerović, B., Kovačević, M. (ur). *Tranzicija u Srbiji i globalna ekonomska kriza*. Naučno društvo ekonomista i Ekonomski fakultet u Beogradu, 269-286.

7. Janković, N. (2025). Sektor usluga kao izvozni potencijal privrede Republike Srbije. U: Stamenković M. et.al. (ur). Izazovi i mogućnosti digitalne transformacije privrede Republike Srbije, Ekonomski fakultet Kragujevac, 289-301.
8. Kalinović, M., Todorović, M., Marković, I. (2022). The Significance of ICT Services for the Balance of Payments in the Republic of Serbia. *Economic Themes*, 60(2), 187-204. <https://doi.org/10.2478%2Fethemes-2022-0011>
9. Kovačević, M. (2012). Uzroci dramatičnog pada i vrlo niskog nivoa konkurentnosti Srbije i njene privrede. U: Bjelić, P., Dimitrijević, D. (2012). *Položaj Srbije u savremenim međunarodnim odnosima*. Institut za međunarodnu politiku i privredu, Beograd.
10. Kovačević, M., Stančić, K., Jelić, S. (2021). Značaj sektora industrije i uključenost Srbije u globalne lance vrednosti. *Ekonomika preduzeća*, 69(5-6), 289-305. <https://doi.org/10.5937/EKOPRE2106289K>
11. Kovačević, R. (2012). Međunarodno tržište kapitala: savremene tendencije. Ekonomski fakultet Beograd.
12. Kovačević, R. (2016). Međunarodne finansije. Ekonomski fakultet Beograd.
13. Kovačević, R. (2020). Odnos uzročnosti između bilansa tekućeg i finansijskog računa zemalja Zapadnog Balkana – slučaj Srbije. *Bankarstvo*, 49(4), 9-41. <http://dx.doi.org/10.5937/bankarstvo2004009K>
14. Kovačević, R. (2024). Ekonomski odnosi Srbije sa inostranstvom. Ekonomski fakultet u Beogradu.
15. Kovačević, R. (2025). Realni efektivni devizni kurs dinara i priliv stranog kapitala u Srbiju. *Ekonomske ideje i praksa*, 58, 1-21. <https://doi.org/10.54318%2F2Feip.2025.rk.403>
16. Milovanović, G., Milovanović, S., Radisavljević, G. (2020). Structural changes in foreign trade as a factor of competitiveness of the Republic of Serbia. *Economic themes*, 58(2), 149-170. <https://doi.org/10.2478/ethemes-2020-0009>
17. Narodna banka Srbije (2025). Izveštaj o inflaciji, dostupno na: <https://www.nbs.rs/sr/drugi-nivo-navigacije/publikacije-i-istrazivanja/IOI/>
18. Privredna komora Srbije (2025). Srpska privreda: makroekonomski pregled Q₁ 2025, dostupno na: <https://api.pks.rs/storage/assets/Macroeconomic%20Overview,%20Q1%202025>
19. Sekulić, A., Beker Pucar, E., Stojkov, S. (2024). Adjustment of the dinar exchange rate policy to macroeconomic challenges of the national economy. *Economy – theory and practice*, 17(4), 63-80. <http://dx.doi.org/10.5937/etp2404063S>
20. Sekulić, A., Beker Pucar, E., Glavaški, O. (2024). Veza između SDI, eksterne (ne)ravnoteže i ekonomskog rasta na putu realne konvergencije Republike Srbije. *The European Journal of Applied Economics*, 21(2), 125-137. <https://doi.org/10.5937/EJAE21-52654>
21. Todorović, M., Đorđević, A. (2024). *Platni bilans*. Ekonomski fakultet Niš.
22. Tubić, T., Stanišić, N., Janković, N. (2018). Spoljnoekonomska neravnoteža u Republici Srbiji i okruženju: stanje i trendovi. U: Leković, V., Veselinović, P. (ur). *Institucionalne promene kao determinanta privrednog razvoja Republike Srbije*. Ekonomski fakultet Kragujevac, 266-281.

BALANCE OF PAYMENTS POLICY OF THE REPUBLIC OF SERBIA IN THE NEW MILLENNIUM: CHALLENGES, OPPORTUNITIES, AND LIMITATIONS

Abstract: *For open market economies, balance of payments policy represents one of the most significant segments of economic policy and, at the same time, a representative indicator of its effectiveness. Therefore, the efficiency of the balance of payments policy depends on its alignment with broader macroeconomic goals, as well as on the ability to adapt to global economic trends. The essence of successfully conducting balance of payments policy is based on establishing external balance, whereby this task is considerably more delicate in countries with chronic balance of payments deficits, as is the case with the Republic of Serbia. In line with the above, the subject of this paper is the evaluation of the balance of payments policy of the Republic of Serbia in the new millennium. The research results suggest that the chosen model of balance of payments policy in the Republic of Serbia, which relies on financing the balance of payments deficit, is unsustainable in the long run, since its application does not eliminate the fundamental causes of external imbalance. At the same time, the paper points out the key challenges in conducting balance of payments policy in the coming period in the event of lower inflows of foreign capital and personal transfers.*

Keywords: *balance of payments, equilibrium, financing, structural adjustment*