

Izvorni naučni članak
doi:10.5937/NPDUNP1901028C
UDK: 330.354:330.322(497.11)
005.334:330.342

STRUKTURNI PROBLEMI FINANSIRANJA PRIVREDNOG RASTA REPUBLIKE SRBIJE

Enes Ćorović

Državni univerzitet u Novom Pazaru, Departman za ekonomske nauke

Promena modela privrednog rasta, na temelju dinamičnog povećanja investicija u izvozno orijentisani sektor prerađivačke industrije, nametnula je potrebu preispitivanja strukture izvora finansiranja i efikasnosti finansijskog sistema Republike Srbije. U fokusu ekonomske politike zemlje moraju se naći domaći izvori finansiranja rasta i rešavanje strukturnih problema njihovog funkcionisanja. Domaća štednja, iako mala i nedovoljna, ne koristi se u skladu sa razvojnim prioritetima. Strane direktne investicije, kako po obimu, tako i po njihovoj strukturi, nisu obezbedile, u skladu sa očekivanjima, visok i stabilan rast i izmenu strukture robnog izvoza, u pravcu višeg učešća proizvoda zasnovanih na inovacijama i znanju.

Ključne reči: Izvori finansiranja rasta, domaća štednja, strane direktne investicije, industrija.

UVOD

Posle desetogodišnjeg perioda realizacije teorijski zaokruženog koncepta strukturnog prilagođavanja privrede, Republika Srbija je bila prinuđena da menja model privrednog rasta. Opšta saglasnost, kako u naučnoj i stručnoj javnosti, tako i među tadašnjim kreatorima ekonomske politike, o postojanju ozbiljnih razvojnih defekata u privredi, rezultirali su izradom i usvajanjem Strategije i politike razvoja industrije Republike Srbije za period 2011-2020. godina, sa novim modelom rasta.

Očekivanja protagonista dotadašnjeg modela o "spontanom" rastu, koji, delovanjem samog tržišnog mehanizma, u uslovima delimične makroekonomske stabilnosti pokreće reforme, imala su za rezultat usmeravanje privrede Srbije ka stranoj štednji, nesrazmernom rastu sektora nerazmenljivih dobara i usluga i pregrevanju domaće tražnje, kao osnovnog pokretača rasta. Nemogućnost autonomnog ili delimično autonomnog stvaranja izvora rasta i nastavak spirale zaduživanja u inostranstvu, bili su sintetički pokazatelji tadašnjeg stanja privrede.

Novi model rasta bio je opredeljen potrebom otklanjanja nastalih ograničenja i negativnih efekata dotadašnjih tokova procesa strukturnog prilagođavanja. Ključna promena strukturnog karaktera jeste u utemeljenju budućeg privrednog rasta na rastu industrije i relativnom povećanju njenog udela u stvaranju bruto domaćeg proizvoda, uz pretpostavku dinamičnog rasta investicija, umesto dotadašnjeg rasta unutrašnje

potrošnje, kao izvora privrednog rasta. Budući industrijski rast treba da se oslanja, prevashodno, na rast sektora prerađivačke industrije, uz promenu njegove strukture, sa dominacijom najpropulzivnijih grana zahvaćenih brzim tehničkim progresom, zasnovanim na znanju i inovacijama i njegovu izvoznu usmerenost, prvenstveno na tržište Evropske Unije. Najefikasniji način ostvarivanja opisanih strukturnih promena je privlačenje stranih direktnih investicija, kao osnovnog izvora finansiranja privrednog i industrijskog rasta.

S obzirom na to da je *Strategija razvoja industrije* imala ambiciju da se primenjuje kao osnova za izradu ostalih sektorskih i prostornih politika, planova i strategija, bilo je očekivano da se merama ekonomske, a posebno, industrijske politike, izvrši brza i radikalna promena strukture izvora finansiranja rasta, reforma finansijskog sistema, a sa merama fiskalne konsolidacije, otpočne dugoročan proces otklanjanja ključnog strukturnog debalansa između proizvodnje i finalne potrošnje u zemlji.

Nakon više od sedam godina realizacije Strategije industrijskog razvoja Srbije, može se zaključiti da je predlog većine ključnih ciljeva bio pogrešan, ali i da je malo učinjeno na pripremi i implementaciji reformi i politika, kojima bi se unapredile ključne (unutrašnje) pretpostavke na kojima se zasnivala ova projekcija. Izrečene ocene jednostavno su proverive uvidom u makroekonomske pokazatelje privrednih tokova u Srbiji za period posle 2010. godine.

Imajući u vidu očekivane rezultate industrijskog razvoja, posebno, projektovani rast investicija, utemeljenje industrijske politike na modelu endogenog razvoja, bilo je očigledno, deklarativnog karaktera. Kao većina zemalja u razvoju, i Srbija je svoj model rasta bazirala na obilnom finansiranju investicija iz eksternih izvora, zapostavljajući značaj kapitalnih investicija države i domaćih izvora finansiranja rasta.

S obzirom na gore navedeno, predmet istraživanja u ovom radu je izbalansiranost strukture izvora finansiranja novog modela privrednog rasta Republike Srbije, cenjenu kroz prizmu postignutih makroekonomskih rezultata, a u cilju detektovanja osnovnih strukturnih problema u funkcionisanju pojedinih izvora.

Osnovna hipoteza, koja će biti testirana u radu je: Strane direktne investicije, bez ubrzanog relativnog rasta domaćih izvora finansiranja i institucijalnog jačanja i unapređenja finansijskog sistema Srbije, nisu stabilan i dovoljan izvor za obezbeđenje brzog, dugoročnog i samoodrživog privrednog rasta. Zbog testiranja osnovne hipoteze, biće korišćena komparativna analiza ključnih makroekonomskih indikatora Srbije i grupe zemalja Jugoistočne Evrope, na bazi osnovnih postavki Harod - Domarovog modela rasta i njegove primene u drugim zemljama u razvoju.

1. Raspodela bruto domaćeg proizvoda i kretanje nivoa domaće štednje

Ključni inicijalni faktor strukturnih problema u našoj privredi vezan je za dinamičniji rast agregatne tražnje, kao i finalne potrošnje u njenom sklopu, u odnosu na rast bruto domaćeg proizvoda (BDP). Dok je u periodu posle 2000-te, tražnja rasla po prosečnoj stopi od 7,5%, a finalna potrošnja po stopi od 7,3%, BDP je rastao prosečno po 5,4% godišnje (Stamenković, S., Kovačević, M., Vučković, V., Nikolić, I., Bušatlija, M. 2009: 23). Jaz između proizvodnje i potrošnje je pokrivan iz realnih izvora i to iz privatizacionih prihoda, donacija i kreditnog zaduživanja u

inostranstvu, čime su sprečeni ozbiljniji inflatorni pritisci od strane previsoke tražnje.

Uvidom u upotrebu BDP evidentno je da su izdaci za ličnu potrošnju domaćinstava, u posmatranom periodu, bili iznad 75% BDP, a u 2007. godini, čak na nivou od 79%. Pri tom, izdaci za ukupnu finalnu potrošnju domaćinstava i države premašivali su 95% BDP (Republički zavod za statistiku 2014), što je pokazatelj veoma niske akumulativne sposobnosti naše privrede. Gotovo ceo BDP odlazio je na potrošnju, dok su domaći izvori investiranja bili minimalni, ili ih uopšte nije bilo u pojedinim godinama. Kada se uzmu u obzir bruto investicije u osnovne fondove, vidi se da njihov zbir sa finalnom potrošnjom premašuje raspoloživi BDP, za prosečno oko 15%, tako da je jasno da se privredni rast posle 2000. godine, najvećim delom finansirao iz inostrane akumulacije.

Tabela 1: Struktura upotrebe BDP Republike Srbije u %

	2002	2003	2004	2007	2008	2009	2010	2011	2014	2015
BDP	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Izdaci za finalnu potrošnju	96,9	95,5	96,6	95,2	94,7	96,5	96,5	95,3	93,4	90,9
Izdaci za ličnu potrošnju	87,6	87,6	89,2	87,1	87,5	92,0	90,1	88,8	86,7	88,9
Sektor domaćinstava	74,6	72,8	74,8	74,0	74,3	76,8	77,1	76,2	74,4	76,1
Sektor države	13,1	14,1	13,4	12,1	12,3	12,3	12,0	11,7	11,4	11,9
Izdaci za kolektivnu potrošnju	13,1	7,8	7,4	8,1	7,2	6,5	6,5	6,5	6,4	6,7
Bruto investicije u osnovne fondove	16,2	18,3	20,5	25,3	24,9	19,7	18,6	18,4	17,2	21,2
Izvoz roba i usluga	20,6	22,0	24,2	28,4	29,1	26,8	32,9	34,0	41,4	36,9
Uvoz roba i usluga	38,7	39,8	59,6	52,7	54,1	42,7	47,9	49,4	51,9	53,6

Izvor: Republički zavod za statistiku, Statistički godišnjak 2014. i 2017.

Ključni strukturni debalans između proizvodnje i potrošnje ujedno je i osnovni izvor spoljne neravnoteže, koja je dodatno potencirana nepovoljnom strukturom BDP. Sporim rastom domaćeg realnog sektora, odlučujuće su usmereni robni tokovi viška domaće potrošnje u odnosu na proizvodnju. Povećanje potražnje za uvoznim robom, u uslovima nagle liberalizacije spoljno-trgovinskih tokova, bili su dugoročni izvori trgovinskog deficita i glavni izvor dinamičnog rasta sektora usluga, kao i BDP u celini (Gligorijević, Ž., Čorović, E. 2018: 193).

Prve godine perioda posle krize, u Srbiji su protekle bez konzistentne primene usvojene Strategije i politike razvoja industrije Republike Srbije (Službeni glasnik RS 55/2011) i realizacije pretpostavki za primenu novog modela privrednog rasta. Otklanjanje bazičnog strukturnog debalansa između proizvodnje i potrošnje, zahtevalo je donošenje ekonomski neophodnih, socijalno bolnih, a politički rizičnih poteza, bez kojih je kriza spoljne likvidnosti bila izvestan kratkoročni scenario (Gligorijević, Ž., Čorović, E. 2018: 193). Podrška sprovođenju nužnih promena došao je od Međunarodnog monetarnog fonda, odobrenjem Aranžmana iz predostrožnosti 2014. godine. Uslov za njegovo sklapanje bilo je sprovođenje ekonomskog programa, koji obezbeđuje smanjenje fiskalnog deficita Srbije, reformu javnog sektora i zaustavljanje porasta javnog duga, odnosno njegovo dovođenje na silaznu putanju od 2017. godine.

Uspešan početak fiskalne konsolidacije otklonio je rizike krize spoljne likvidnosti, ali je ekonomska politika prilično sporo i oprezno napadala druga žarišta strukturnih debalansa (Gligorijević, Ž., Ćorović, E. 2018: 195).

Privredni tokovi u periodu posle krize obeleženi su promenjenom korelacijom odnosa ključnih makroekonomskih agregata, kroz krajnje usporen rast BDP od prosečnih 0,8% godišnje, i negativnim rastom agregatne tražnje, od prosečno – 0,2% godišnje. Usklađivanje rasta izdataka za finalnu potrošnju i BDP, rezultat su, jednim delom, stagnacije lične potrošnje stanovništva, odnosno realnih zarada. Njihov nivo uticao je na rast nezaposlenosti u periodu od 2010. do 2012. godine i na minimalan rast BDP u istom periodu. Stabilizacija ovog trenda je, na planu javne potrošnje, usledila uspešnim sprovođenjem mera fiskalne konsolidacije od početka 2015. godine. Ovim merama je rastući deficit državnog budžeta do 2014. godine, kada je dostignut nivo zaduženja od – 6,4 % BDP, sveden na podnošljivih – 2,1% u 2016. godini. Usledila je, direktno s tim povezana, stabilizacija cena, sa svodenjem inflacije na nivo dozvoljen Mastrohtskim sporazumom od 2,4% u 2014. godini, do 1,2% u 2016. godini (Republički zavod za statistiku 2017). Istovremeno, prvi put posle 2000-te godine, u 2014. godini nivo finalne potrošnje počeo je da opada, da bi u 2015. godini, bio sveden na oko 90% BDP.

Uzroci strukturnih problema u finansiranju privrednog i industrijskog razvoja Srbije postaju još jasniji, ako se izvrši komparativna analiza izvora finansiranja razvoja i relativnog udela pojedinih makroekonomskih agregata, sa zemljama Jugoistočne Evrope, koje su ranije krenule u tranzicione procese.

Tabela 2: Učešće finalne potrošnje i domaće štednje u BDP u izabranim zemljama Jugoistočne Evrope i Republici Srbiji u %

	% finalne potrošnje u BDP						% domaće štednje u BDP					
	2002	2004	2006	2008	2012	2016	2004	2006	2008	2012	2014	2016
Svet							25,6	26,6	26,0	24,8	24,9	24,6
Bugarska	87,7	87,6	85,0	82,7	81,2	76,5	12,3	15,0	17,2	18,8	20,5	23,4
Češka	71,1	69,8	67,2	66,7	69,0	66,2	30,2	32,8	33,2	31,0	32,2	33,6
Hrvatska	82,0	78,5	76,9	76,6	80,3	77,1	21,5	23,1	23,4	18,8	20,6	22,8
Mađarska	76,2	76,9	75,4	74,9	73,5	70,1	23,1	24,6	25,0	26,1	29,7	29,8
Rumunija	83,1	84,6	84,7	79,8	78,1	75,9	15,3	15,3	20,2	21,8	24,2	24,1
Srbija	96,6	96,6	95,3	94,7	95,6	88,4	3,4	4,7	5,3	4,3	6,6	11,6
Slovačka	76,5	75,4	75,1	74,2	75,4	73,9	24,6	24,9	25,8	24,6	25,4	26,1

Izvor: <http://data.worldbank.org/indicator>

Podaci ukazuju na kontinuirano veći relativni udeo finalne potrošnje u Republici Srbiji u tranzicionom periodu, u odnosu na ostale posmatrane zemlje Jugoistočne Evrope. Do 2014. godine, u proseku oko 95% BDP u Srbiji je išlo u finalnu potrošnju, dok je u drugim zemljama, ovaj makroekonomski agregat bio niži za 15. do 25 %. Stoga je u Srbiji relativni udeo štednje u BDP bio minimalan, i nije omogućavao samoodrživ rast. Dok je u Srbiji u periodu 2002-2010. godine udeo štednje u BDP bio u proseku nešto viši od 4%, u ostalim posmatranim zemljama, ovaj ključni izvor finansiranja razvoja je 4 do 8 puta bio veći. I pored tendencije rasta domaće štednje od 2014. godine, nije došlo do osetnijeg rasta bruto investicija i ozbiljnijeg povećanja proizvodnje u sektoru prerađivačke industrije.

Ova komparativna analiza ujedno je i praktična potvrda Kejnsove funkcije potrošnje (Keyns, J. M. 1936: 95 – 117), prema kojoj granična sklonost potrošnje raste, a sklonost štednji opada, sa smanjenjem per capita dohotka, i obratno. Dok je

per capita BDP u Srbiji u 2016. godini od 5.464 US\$ bio nešto veći od zemalja u razvoju, u svetu je bio 10.192 US\$, u Hrvatskoj 12.149 US\$, Češkoj 18,483 US\$, u Mađarskoj 12.820 US\$, u Slovačkoj 16.529 US\$ (<http://data.worldbank.org/indicator>).

Usled niskog obima štednje u Srbiji se već decenijama ustalio kontinuelan oslonac na uvoz inostrane akumulacije, kao model finansiranja investicija i privrednog i industrijskog razvoja. S obzirom na to da Srbija ne raspolaže kvalitetnim i brojnim proizvodnim kapacitetima, ovako visok debalans između potrošnje i proizvodnje, bio bi održiv kada bi se najveći deo uvoza usmeravao u investicije u osnovne fondove i zalihe, koje bi kasnije generisale izvoz. Međutim, situacija je i u tom pogledu vrlo obeshrabrujuća. Srbija u poređenju sa sličnim zemljama iz okruženja, investira znatno manje u osnovne fondove i zalihe, dok najveći deo uvoza čine proizvodi široke potrošnje i energenti (Republički zavod za statistiku 2017).

Očigledno je da nije otklonjena bazična neravnoteža između proizvodnje i potrošnje, i da Srbija posle više od petnaest godina tranzicije, ima otvorene, gotovo iste probleme, koji je strukturnim prilagođavanjem trebalo otkloniti. Iz prethodnih razmatranja, jasno je da je u periodu nakon 2000. godine, matrica funkcionisanja prethodnog sistema, koja se zasnivala na principu da se više troši, nego što se proizvodi, opstala (Zec, M., Radonjić, O. 2010: str.149).

2. Ključni izazov novog modela rasta – povećanje obima i promena strukture investicija

Imajući u vidu očekivane rezultate industrijskog razvoja, posebno projektovani rast investicija u periodu posle krize, utemeljenje industrijske politike na modelu endogenog razvoja (Službeni glasnik RS 55/2011:8) očigledno je bilo, deklarativnog karaktera. Kao i u većini zemalja u razvoju, koje svoj model rasta baziraju na obilnom finansiranju investicija iz eksternih izvora, strategija industrijskog razvoja Srbije zasniva se na Harod - Domarovom modelu (Harod, R. 1948., Domar, E. 1947). U skladu sa ovim modelom, za projektovanu stopu rasta, izračunavaju se potreban obim investicija u odnosu na BDP, kao i finansijski jaz između bruto domaće štednje i potrebnih investicija, koji se može popuniti jedino iz strane akumulacije. Ironija je da, s obzirom na savremeni razvoj teorije rasta, ovaj “potpuno mrtav” model utiče i danas na alokaciju strane ekonomske pomoći u nedovoljno razvijenim zemljama (Dragutinović, D., Filipović, M., Cvetanović, S. 2015). U tom smislu, teorijski i empirijski doprinosi u svetskoj literaturi, na bazi ovog modela, i dalje su veoma brojni (Sato, R. 1964; Solow, R. M. 1994; Hagemann, H. 2009; Smith, W. 2010; Zuleta, H. 2007) i drugi.

Tabela 3: Učešće bruto investicija u osnovna sredstva u BDP u izabranim zemljama Jugoistočne Evrope i Republici Srbiji u %

	2006	2007	2008	2009	2010	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Svet	24,4	24,5	24,4	23,3	23,1	23,5	23,4	23,6	23,4	23,2	-
Bugarska	27,5	28,3	28,2	27,8	22,3	22,2	21,1	21,5	21,0	18,6	19,2
Češka	28,0	29,5	28,9	27,8	26,9	25,9	25,1	25,2	26,5	24,9	25,2
Hrvatska	26,6	26,8	23,2	25,2	21,2	19,6	19,7	19,4	19,6	20,7	19,9
Mađarska	23,3	23,5	23,2	20,9	20,2	19,3	20,8	22,2	21,9	19,2	21,5
Rumunija	24,4	35,1	38,4	25,4	26,0	27,3	24,7	24,3	24,7	22,7	22,5

Srbija	22,2	25,2	24,9	19,6	18,6	21,2	17,2	16,7	16,7	17,7	18,5
Slovačka	27,3	26,8	25,6	21,7	22,1	21,2	20,7	20,7	23,9	21,2	19,9

Izvor: <http://data.worldbank.org/indicator>

Posledica niskog obima štednje u Srbiji jeste nizak nivo investicija u osnovne fondove, koji u periodu posle krize, sa izostankom privatizacionih prihoda i donacija, ima tendenciju opadanja u odnosu na druge zemlje Jugoistočne Evrope. Pored toga, priliv stranih direktnih investicija (SDI) u celom periodu bio je nedovoljan da bi ukupna investiciona aktivnost zemlje dostigla poželjan nivo od 25% BDP, što bi omogućilo kontinuelno održiv i visok privredni rast. Jasno je da projektovana struktura izvora finansiranja rasta, sa osloncem na SDI, nije reala, i da ta činjenica mora biti predmet prvorazrednog interesa ekonomske politike zemlje.

Pored navedenog, treba istaći ne samo da su investicije u osnovne fondove i zalihe nedovoljne, nego i da je nepovoljna i njihova struktura. Najobimnije investiranje, u prvih deset godina tranzicije, bilo je u sektoru usluga, čiji se relativni udeo u ukupnim investicijama kretao od 65,2% u 2005. godini, do 53,0% u 2010. godini. Investicije u sektoru industrije su od 2005. godine, sa 29,5%, imale blagi rast do nivoa od 31,3 %, od ukupnih investicija u 2010. godini (Republički zavod za statistiku, 2014). Ovakav koncept razvoja, u kojem je dve trećine deviznih priliva po kreditima i SDI završavalo u nerazmenschkim sektorima (bankarstvo, trgovina, nekretnine, saobraćaj, telekomunikacije), kočio je razvoj razmenschkih sektora (industrije, rudarstva, poljoprivrede), koji su jedini u stanju da povećaju ukupan izvoz. Zato su problemi trgovinskog deficita i visokog nivoa spoljnog duga u kontinuitetu ugrožavali makroekonomsku stabilnost.

Treba ipak istaći da se na planu promene strukture investicija po pojedinim sektorima, u postkriznom periodu, primećuju pozitivne tendencije u pogledu finansiranja razvoja industrije. Rast relativnog udela investicija u industriji do nivoa od 44,8% u 2015. godini, rezultat je obimnijih ulaganja u podsektore rudarstva i snabdevanja električnom energijom, gasom i vodom. Međutim, relativni udeo investicija u prerađivačku industriju i dalje je bio nedovoljan, u nivou oko 20% od ukupnih investicija, izuzev u godinama realizacije nekih velikih SDI. U tom smislu, treba podsetiti da je učešće prerađivačke industrije u ukupnom izvozu Srbije, dostiglo nivo od 96% u 2016. godini (Republički zavod za statistiku 2017), i da od finansiranja razvoja ovog podsektora industrije dugoročno zavisi, kako makroekonomska stabilnost zemlje, tako i uspeh novog modela samoodrživog i stabilnog privrednog rasta.

Zabrinjavajući je, isto tako, nizak nivo investicija u poljoprivredi, od koje, kao sirovinke baze, zavisi dalji napredak proizvodnje hrane i pića. Visoko učešće ovih industrijskih grana u ukupnom izvozu zemlje i u strukturi prerađivačke industrije, još jedan je od velikih izazova ekonomske politike.

3. Finansijski sistem Republike Srbije u funkciji finansiranja privrednog i industrijskog rasta

U savremenim tržišnim ekonomijama, finansijski sistem je zauzeo centralnu ulogu u finansiranju privrednog i industrijskog rasta. Tokom njegovog razvojnog puta, uspostavljeni su odgovarajući finansijski mehanizmi, koji su postali neophodan uslov efikasnog angažovanja domaće i strane štednje i njenog alociranja u

profitabilne investicione projekte, kao pokretače privrednog rasta. Preko osnovnih elemenata finansijskog sistema – finansijskih tržišta, institucija i instrumenata, kako privredni subjekti, tako i država i domaćinstva, dolaze do sredstava neophodnih za njihovo funkcionisanje.

Literatura u oblasti veze između finansijskog sistema i privrednog rasta vrlo je bogata. Iako nije jednostavno definisati varijable koje precizno mogu prikazati stepen razvijenosti finansijskog sistema, najveći deo dosadašnjih istraživanja podržava široko zastupljen zaključak da zemlje sa boljim funkcionisanjem finansijskog sistema, imaju više stope privrednog rasta. Još je Šumpeter (Schumpeter, J. A. 1911) tvrdio da usluge koje pružaju finansijski posrednici mobilišu štednju, a da dobri finansijski sistemi uvećavaju domaću štednju, privlače investicije i podižu efikasnost investiranja. Jedan od njegovih najpoznatijih sledbenika (Levine, R. G. 2007) predstavio je dokaze koji su u skladu sa Schumpeterovim stavom da finansijski sistem može promovisati ekonomski rast, koristeći podatke o 80 zemalja tokom perioda 1960 – 1989. Različite mere nivoa finansijskog razvoja snažno su povezane sa realnim rastom BDP-a po glavi stanovnika, stopom akumulacije fizičkog kapitala, i poboljšanjima u efikasnosti kojom ekonomije koriste fizički kapital. Istraživanjem odnosa između razvoja finansijskog sistema, tržišta kapitala i ekonomskog rasta, bave se i radovi koji su vezani za zemlje u razvoju (Fredholm, J. 2006), (Lloyd, B. 1977) Opšti konsenzus među ekonomistima jeste da razvoj finansijskog sistema doprinosi ekonomskom rastu i da su banke i tržišta kapitala važni u tom razvoju. Postoje i suprotna mišljenja koja ističu da uprkos brojnim studijama o prekograničnom radu, panelima i događajima, postoji zapanjujuće malo ubedljive dokumentacije o direktnim pozitivnim uticajima finansijskog otvaranja na nivoe ekonomskog blagostanja, ili stope rasta zemalja u razvoju (Obstfeld, M. 2009).

Među domaćim autorima, ističu se doprinosi koji zaključuju da se više održive stope rasta po pravilu zasnivaju na višim stopama investicija, a uređen i razvijen finansijski sistem bitan je podstrek svim izvorima investiranja (Šoškić, D. 2017: 39-52). Pored navedenog, i u drugim radovima se kao zaključak analize smatra da u postojećem stanju, finansijski sistem ne stvara dovoljne preuslove za dinamičan privredni rast koji je Srbiji preko potreban (Veselinović, P., Makojević, N. 2016).

Dakle, ne može se govoriti o privrednom rastu, a ne govoriti o potrebi podsticanja investicija. Naime, investicije, u svim njihovim vidovima, moraju biti prioritet ekonomske politike da bi se zemlja dovela na putanju viših i održivih stopa privrednog rasta. Finansijski sistem je podrška svim oblicima investiranja. Otuda realan državni napor podsticanja i rasta investicija mora počivati na institucionalnom jačanju i stvaranju povoljne klime za investiranje i privređivanje, ali i na unapređenju svih elemenata finansijskog sistema (Šoškić, D. 2017: 45).

Finansijski sistem u Republici Srbiji, iako je prošao dug put tranzicije od 2000-te godine, nije uspeo adekvatno da razvije sve svoje elemente. Može se konstatovati značajno unapređenje finansijske regulative u pravcu usklađivanja sa pravilima uspostavljenim na nivou EU i relativno uspešna transformacija bankarskog sistema. Međutim, ključno pitanje jeste: u kojoj meri finansijski sistem omogućava uspešnu realizaciju novog modela rasta. U tom cilju, nužno je razmotriti ulogu bankarskog

sistema, finansijskih tržišta i države, u finansiranju bržeg rasta i razvoja izvozno orijentisanog industrijskog sektora, njegove strukturne transformacije i povećanja konkurentnosti. Pored toga, imajući u vidu realna ograničenja, potrebno je iz različitih uglova sagledati i oceniti način na koji se koristi najvredniji domaći izvor finansiranja privrednog rasta – štednja stanovništva.

3.1. Uloga bankarskog sektora Republike Srbije u finansiranju investicija

Kada je reč o sistemu finansiranja privrede, tranzicioni procesi u Srbiji rezultirali su formiranjem banko-centričnog sistema sa dominacijom stranog kapitala. Ovakvo stanje je posledica kreiranja institucionalnog ambijenta, ali i rezultat dominantnog modela rasta u prvoj dekadi strukturnih reformi. Prema podacima NBS, u 2013. godini, učešće banaka u ukupnoj finansijskoj aktivni iznosilo je 92,4%, dok je relativni udeo drugih institucija mnogostruko manji, i to: sektor osiguranja 4,8%, finansijski lizing 2,2%, penzioni fondovi 0,6%. Uz spor razvoj Beogradske berze, to je pokazatelj jednostranog i nerazvijenog finansijskog sistema.

Sam početak transformacije bankarskog sistema imao je tri paralelna cilja: konsolidaciju domaćih banaka uz izmenu uslova i pravila njihovog daljeg poslovanja, stvaranje neophodnih pretpostavki za ulazak stranog kapitala u ovaj vitalni sektor privrednog sistema i rast domaće štednje. Uz prelaz platnog prometa 2003. godine iz Službe društvenog knjigovodstva u poslovne banke, u naredne dve godine, ovaj proces uglavnom je uspešno bio okončan.

Sa donošenjem Zakona o regulisanju javnog duga SR Jugoslavije po osnovu devizne štednje građana 4. jula 2002. godine, država se kroz izdavanje obveznica obavezala na povraćaj devizne štednje građana do 2016. godine, u iznosu od 4,2 mlrd. evra. Uz konsolidaciju bankarskog sistema, povraćaj poverenja stanovništva u nove banke reflektovao se kroz postepen rast štednje.

Tabela 4: Štednja stanovništva Srbije u mlrd. dinara – stanje krajem perioda

God.	Dinarska štednja			Devizna štednja			Ukupna štednja u mil. evro.
	Kratak Rok	Dugi rok	Ukupno	Kratak rok	Dugi rok	Ukupno	
2005	2,8	0,4	3,2	163,2	27,0	190,2	2239
2007	9,7	1,1	10,8	326,5	55,0	381,5	4903
2009	11,6	0,8	12,4	500,1	65,6	565,7	6014
2010	9,7	3,7	13,4	614,3	117,7	732,0	7233
2012	16,3	1,4	17,7	731,9	178,5	910,4	8370
2014	34,4	3,6	38,0	700,7	313,6	1014,3	8840
2016	43,1	7,2	50,3	861,4	209,5	1070,9	9395
2017	42,9	6,6	49,5	888,8	185,6	1074,4	9791

Izvor: NBS statistika, 2017. godina. Ministarstvo finansija RS, Bilten javnih finansija decembar 2017, str. 32.

Tokom 2006. godine bankarski sektor dostigao je visok stepen likvidnosti i adekvatnu kapitalizovanost zahvaljujući brzom rastu devizne štednje, koja je u toj godini porasla na blizu 4 mlrd. evra, krajem godine. Uporedo sa rastom štednje, rast depozita privrede i države, dodatno je ojačao kapitalnu bazu banaka. Uz podršku države u kriznoj 2009. godini, ne samo da nije bilo odliva depozita, nego je zabeležen njihov dalji rast, do sume 1.146 mlrd. dinara krajem godine. Kroz aktivnosti na povećanju štednje stanovništva i stabilizaciji i uvećanju depozita privrede i države, domaće banke sa stranim kapitalom kompezirale su kapitalni odliv

u njihove centrale, usled svetske finansijske krize. Tako je kapitalna baza dobila pretežno domaće izvore.

Imajući u vidu opisane promene kapitalne strukture bankarskog sektora i postepenu dominaciju domaćih izvora, ključno pitanje jeste: kako je sa tim najredim domaćim izvorom finansiran privredni i industrijski razvoj zemlje, odnosno, kakva je struktura kreditnih plasmana, posmatrana iz različitih uglova?

Ekspanzija kreditne aktivnosti banaka jasno je izražena od 2006. godine i ona je imala svoj kontinuitet do 2009. godine, do kada je obim plasmana uvećan 6,6 puta u odnosu na 2002. godinu, odnosno 2,2 puta od početka kreditne ekspanzije. Iako su u 2009. godini u strukturi plasmana, sa više od 50%, dominirali krediti privrednim društvima, najbrži rasta su do te godine, beležili krediti usmereni ka državi. Ako se ovome dodaju i plasmani bankarskog sektora u otkup državnih hartija od vrednosti, koji su 2008. godine činili 32% od ukupne aktive banaka, jasno je koji su bili prioritetni plasmani (NBS – statistika 2017).

U strukturi plasmana privrednim društvima do pojave prvih znakova globalne krize, kreditni plasmani banaka u sektor industrije su maksimalno iznosili 30%, što je bilo apsolutno nedovoljno za značajniju podršku izvozno orijentisanom sektoru privrede. Ako se uzme u obzir ukupan obim kreditnih plasmana bankarskog sektora, na kreditne plasmane industriji je otpadalo najviše 19,3%, i to u 2010. godini, a u narednim godinama i manje. Uz tendenciju relativnog rasta plasmana javnom sektoru, efekat “istiskivanja investicija” privatnom sektoru iz strukture plasmana banaka je jasno primetan. Ako se ovome doda i struktura kreditnih plasmana po namenama, gde su investicioni krediti učestvovali sa 21,8% u ukupnim kreditima privredi, a krediti za likvidnost 30,0% i ostale namene 44,9% (NBS- statistika 2017), ne može se govoriti o ozbiljnoj podršci bankarskog sektora razvojnoj politici i privrednom rastu zemlje.

Tabela 5: Konsolidovani bilans bankarskog sistema Srbije u delu kreditnih plasmana u mlrd. dinara

	2002	2006	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Država	35	34	119	193	199	291	337	458	539	642	634
Druge fin. org.	8	14	18	35	43	46	49	24	25	29	31
Lokalna vlast	0,6	5	11	18	25	31	34	35	32	39	27
Javna preduzeća	9	17	50	69	98	106	98	169	169	116	91
Privredna društva	144	364	751	961	1017	1119	1013	970	992	1010	1011
Stanovništva	16	203	462	571	602	653	674	725	759	839	904
Neprofit. organ.	2,5	2,6	6	0,6	0,7	1,5	0,9	1,0	1,4	2,0	1,2
Ukupni krediti	216	644	1425	1850	1987	2249	2208	2383	2519	2670	2701

Izvor: NBS statistika, 2017. godina.

Iz svega gore navedenog, može se zaključiti da je u prvoj dekadi tranzicije, štednja stanovništva obezbedila stabilnost finansijskog sistema i kroz kreditnu aktivnost omogućila visoke profite bankarskom sektoru. Suprotno od osnovne namene, ovaj najvredniji domaći finansijski izvor nije upotrebljen na način kojim bi se obezbedio dugoročno stabilan i samoodrživ privredni rast. Ključni razlog takvom stanju u tom periodu je aktuelni model rasta, koji, marginalizujući industrijski razvoj u ekonomskoj politici, nije obezbeđivao adekvatnu finansijsku podršku ovom sektoru privrede Srbije.

Iako je dominacija kreditnih plasmana privrednim društvima do 2009. godine očigledna, analiza njegove strukture (Gligorijević, Ž., Ćorović, E. 2018: 201) jasno potvrđuje činjenicu da se domaća štednja koristila prvenstveno za finansiranje potrošnje, čiji je rast bio u osnovi celokupnog privrednog rasta.

Uspešan početak fiskalne konsolidacije, u periodu posle 2014. godine, otklonio je rizike i ograničenja krize spoljne likvidnosti, ali agenda nerešenih strukturnih problema ostala je i dalje veoma obimna. Ekonomska politika je prilično sporo i oprezno napadala druga žarišta strukturnih debalansa. U skladu s tim, imamo prilično šarenilo rezultata i širok spektar nerešenih strukturnih problema, kao potencijalne izvore makroekonomske nestabilnosti (Gligorijević, Ž., Ćorović, E. 2018: 202).

Nastojanja ekonomske politike da posle 2010. godine, svojim merama utiče na ispravljanje neadekvatne privredne strukture kroz brži rast prerađivačke industrije, rezultirala su skromnim povećanjem njenog učešća u stvaranju bruto domaćeg proizvoda, sa 13,6% u 2010. godini, na 15,6 % u 2016. godini. Pri tom, u periodu od 2010. do 2017. godine, ona je ostvarila prosečnu godišnju stopu rasta od 2,8%, tako da je tek početkom 2017. godine dostigla obim proizvodnje iz 2008. godine. U isto vreme, nije došlo do ozbiljnijeg oporavka BDP. Razlozi ovakvim kretanjima vezani su, suprotno proklamovanoj ekonomskoj politici, za izostanak finansijske podrške investicijama u izvozno orijentisan sektor prerađivačke industrije iz svih domaćih izvora, uz stagnaciju i pad obima stranih direktnih investicija.

Kreditna podrška bankarskog sektora industrijskim investicijama i novom modelu privrednog rasta Srbije je i posle 2010. godine, ostala veoma skromna. Došlo je do stagnacije ukupne kreditne aktivnosti, ali, uz dalji relativni rast kredita usmerenih ka državi sa 8,3% u 2009. godini, na 23,4 % u 2017. godini. Analiza Konsolidovanog bilansa bankarskog sistema Srbije u delu kreditnih plasmana, ukazuje na činjenicu da je čak došlo do relativnog smanjenja udela kredita plasiranih privrednim društvima, sa 52,7% 2009. godine, na 37,4% u 2017. godini. Razlozi ovakvog stanja kreditne aktivnosti domaćih banaka su, pored visokog procenta nenaplativih kredita (Šoškić, D. 2017:47), vezani i za crowing - out effect, odnosno, efekat istiskivanja privatnih investicija iz finansijskih tokova u uslovima rastućih javnih dugova i kamatnih stopa na tržištima kapitala (Tomljanović, 1990: 192), (Đurović - Todorović, J., Đorđević, M., 2010: 196).

Pored toga, struktura potraživanja domaćih banaka od privrede Srbije po sektorima, ukazuje na činjenicu da je kreditna podrška rudarstvu i prerađivačkoj industriji opala, sa 29,6% u 2010. godini, na 28,2% u 2017. godini, dok je kreditna podrška sektoru usluga i dalje dominirala sa relativnim udelom od preko 50%. Napredak je delimično vidljiv jedino kod namenske strukture kredita privredi, gde se beleži rast relativnog udela investicionih kredita, sa 20,2% u 2010. godini, na 30,2% u 2017. godini. Istovremeno, rast kredita za likvidnost još je značajniji, tako da su u 2017. godini oni dostigli relativni udeo od 46,9%. Time je kreditna podrška investicijama u industriji pala sa 3,6% u 2009. godini, na 3,3% od sume ukupnih kreditnih plasmana banaka (NBS – statistika 2017). Očigledno je da bankarski sistem Srbije, s obzirom na dominaciju stranog kapitala, funkcioniše svojom logikom maksimizacije profita uz minimizaciju rizika, bez obzira na realne potrebe novoproglašanog modela privrednog rasta. U tom smislu, potrebne su adekvatne

mere ekonomske politike, kojima bi se domaća štednja kanalisala, u većoj meri, u razvojne projekte u izvozno orijentisanom prerađivačkom sektoru industrije.

3.2. Država kao izvor finansiranja privrednog i industrijskog razvoja Srbije

Štednja države je osnovna pretpostavka njenog aktivnog učešća u finansiranju privrednog i industrijskog razvoja savremenih društava. Pri tom, dva su osnovna izvora javne štednje: višak budžetskih prihoda nad rashodima, tj. budžetski suficit, kao i štednja javnih preduzeća. Kada država politikom budžetskog suficita opredeljuje jedan deo prihoda kao štednju, radi finansiranja privrednog razvoja, u manjoj meri to čini kroz komercijalno finansiranje privatnog sektora. Češći je slučaj da ona sama investira u razvojne projekte, pretežno infrastrukturne prirode.

Kod zemalja u razvoju, kakva je i Srbija, politika budžetskog suficita jeste redak slučaj. Usled niskog nivoa dohodaka i hronično većeg nivoa potrošnje od obima opredeljenog bruto domaćim proizvodom, budžetski deficit je jedan od izraza niskog nivoa nacionalne štednje. U takvim okolnostima, finansiranje privrednog i industrijskog razvoja su manja ili veća stavka budžetskih rashoda, kao kapitalne investicije, subvencije ili aktivirane garancije, odobrene javnim preduzećima.

Tabela 6: Konsolidovani bilans sektora države u % BDP u periodu 2005 – 2017. godina

Bilansne stavke	2005	2007	2009	2010	2012	2013	2014	2015	2016	2017
JAVNI PRIHODI	43,0	44,5	41,7	41,7	41,1	39,7	41,9	41,9	43,2	44,1
JAVNI RASHODI	42,0	46,4	46,1	46,3	47,9	45,1	48,1	45,6	44,5	43,0
TEKUĆI RASHODI	39,0	40,8	42,0	41,8	43,2	41,9	42,0	42,0	40,2	39,0
Plate zaposlenih	11,5	11,9	12,4	11,8	12,3	11,9	10,4	10,4	9,8	9,5
Kupovina roba i usluga	6,1	7,1	6,5	6,7	6,6	6,2	6,4	6,4	6,7	6,7
Kamate	1,0	0,8	0,8	1,1	1,9	2,4	3,2	3,2	3,1	2,7
Subvencije	3,1	2,7	2,2	2,5	3,1	2,6	3,3	3,3	2,6	2,5
Socijalna pomoć i transferi	16,3	17,4	19,3	18,9	18,2	17,7	17,6	17,6	16,7	16,1
Penzije (u okviru transfera)	10,6	11,0	13,4	12,8	13,2	12,8	12,1	12,1	11,6	11,1
KAPITALNI RASHODI	2,6	4,8	3,2	3,4	3,5	2,2	2,8	2,8	3,3	3,0
AKTIVIRANE GARANCIJE	-	0,02	0,07	0,09	0,1	0,2	0,7	0,7	0,9	0,6
SUFICIT/DEFIC.	1,0	-1,9	-4,4	-4,6	-6,8	-5,4	-6,2	-3,7	-1,3	1,1

Izvor: Ministarstvo finansija RS, Bilten javnih finansija decembar 2017. godina, str. 53.

Usled niskog obima bruto domaćeg proizvoda, njegova redistribucija u Srbiji kroz državni budžet jeste veoma visoka, i kreće se kao relativni udeo, u rasponu od 40% do 44%. Pri tom, ostvareni budžetski rashodi se skoro u celini realizuju kroz stavku tekućih rashoda, što ne ostavlja dovoljno prostora za ozbiljniju investicionu aktivnost države. Kapitalni rashodi, kao osnovni pokazatelj obima investicione aktivnosti države, kretali su se prosečno u nivou od 3% bruto domaćeg proizvoda, što je apsolutno nedovoljno za razvojne potrebe Srbije. Ovaj nivo se, izuzev delimično 2007. godine, nije menjao i pored velikih prihoda od privatizacije. Očigledno je, da je kapital stican generacijama, otišao u tekuću potrošnju, mimo zvaničnih opredeljenja kreatora ekonomske politike.

Slična situacija je bila i sa državnim subvencijama koje su se kretale u nivou kapitalnih investicija i nisu bitnije uticale na investicionu aktivnost u zemlji. Njihova

struktura daje još negativniju sliku. Subvencije u privredi, pretežno industriji, kretale su se u rasponu od 8% do 20%, od ukupnih subvencija, to jest, oko 0,6% bruto domaćeg proizvoda. Izuzetak čini 2012. godina, kada je aktivirana investicija Fiat-Krajsler. Pored poljoprivrede, dobar deo subvencija otišao je na pokriće gubitaka železnice i drugih velikih javnih preduzeća.

Drugi potencijalni izvor javne štednje u Srbiji – štednja velikih javnih preduzeća u posmatranom periodu, bila je krajnje skromna i sporadična. Pored toga što su bili najveći korisnici državnih subvencija, ova preduzeća su finansirala i svoj razvoj, kao i visoke dohotke, na teret budžeta zemlje, kroz aktivirane garancije. One su u 2016. godini dostigle skoro 1% bruto domaćeg proizvoda, što je, uzevši u obzir subvencionisanje njihovih gubitaka, bila velika kočnica za aktivniju ulogu države u finansiranju razvoja izvozno orijentisanih sektora industrije.

Posle 2013. godine, kao rezultat političkog pritiska izvršnih vlasti i preporuka MMF-a, najuspešnija javna preduzeća počela su uplatu dela ostvarene dobiti u državni budžet. Te uplate su od 0,08% 2014. godine, narasle na 0,36% BDP u 2016. godini. Međutim, i pored ovih pozitivnih pomaka, ostaje ocena da su javna preduzeća u Srbiji neto potrošači domaće štednje.

Pored namenske redistribucije budžetskih prihoda ka kapitalnim ulaganjima i potencijalne štednje javnih preduzeća, interesantno je proanalizirati aktivnosti državnih agencija, osnovanih radi finansiranja privrednog i industrijskog razvoja.

Potencijalno najznačajniji izvor finansiranja investicionih aktivnosti u zemlji bili su značajni prihodi od prodaje društvene imovine u procesu privatizacije. Vlada Republike Srbije je 2006. godine usvojila Nacioni investicioni plan, sa ciljem da se deo privatizacionih prihoda od 1,8 milijardi evra upotrebi za podizanje infrastrukturne opremljenosti, smanjenja nezaposlenosti i rešavanje nagomilanih socijalnih problema. Jedini rezultat ovih aktivnosti je bio vidljiv u jednokratnom porastu bruto investicija u osnovne fondove u 2007. i 2008. godini na oko 25% bruto domaćeg proizvoda. Može se zaključiti, da je država na krajnje neefikasan način potrošila kapital koji su građani Srbije godinama stvarali, bez vidljivih infrastrukturnih efekata, i bez dugoročnijeg uticaja na povećanje proizvodne osnove industrije i ubrzanja privrednog rasta.

Treba ukazati i na to da je u Srbiji ponuda razvojnih kredita i državne pomoći preduzećima bila prilično razuđena, pošto su se, pored Fonda za razvoj, Agencija za razvoj malih i srednjih preduzeća i preduzetništva, Garancijski fond, Fond za osiguranje i finansiranje spoljno-trgovinskih poslova, Agencija za osiguranje i finansiranje izvoza (AOFI) i Agencija za strana ulaganja i promociju izvoza (SIEPA), bavile ovim oblikom finansiranja. Osnivanjem Razvojne agencije Srbije 2016. godine, a i poslednjom transformacijom Fonda za razvoj, došlo je do racionalizacije državnih resursa i njihove centralizacije u pomenute dve institucije. I pored širokog obuhvata različitih oblika državne pomoći, ove dve institucije, iako imaju pojedina obeležija državne investicione banke, raspolažu sa krajnje ograničenim kapitalom, koji ne prelazi 0,6% BDP, što je apsolutno nedovoljno za ozbiljniji uticaj na podršku strukturnim promenama u industriji

Promena modela privrednog rasta, koja još uvek ima deklarativni karakter sa aspekta mera ekonomske politike, zahteva značajnu izmenu ulogu bankarskog

sektora i države u finansiranju privrednog i industrijskog razvoja. Kao prvo, merama industrijske politike mora se stimulisati bankarski sistem Srbije da kreditnu aktivnost obimnije usmeri ka razvoju industrije, kako bi domaća štednja bila iskorišćena za razvojne potrebe zemlje. Drugo, u strukturi budžetskih rashoda, mora se značajno uvećati izdvajanje za kapitalne rashode i druge oblike podrške industrijskog razvoja. I na kraju, treće, po stabilizaciji nivoa javnog duga, država mora imati politiku razvojno usmerenog budžetskog deficita, sa ozbiljnom kontrolom trošenja sredstava.

3.3. Beogradska berza kao izvor finansiranja privrednog i industrijskog razvoja Srbije

Beogradska berza je, nakon gašenja 1953. godine, obnovila svoj rad 1989. godine, na osnovu dozvole NBS za početak rada tržišta novca i kratkoročnih hartija od vrednosti. Osnovni zadaci berze, definisani propisima, bili su vezani za organizovanje inicijalnih ponuda akcija, pružanje informacija o ponudi i tražnji i cenama hartija od vrednosti kojima se trguje, kao i kreiranje izveštaja o dnevnim aktivnostima.

Svoju osnovnu funkciju – prikupljanje domaće i inostrane štednje radi finansiranja razvojnih projekata u akcionarskim društvima iz industrije i drugih sektora, Beogradska berza, do današnjeg dana, nije ispunila ni u jednom slučaju. Jedini neuspeo pokušaj u slučaju “Tigar korporacije” iz Pirota, ukazao je na ključne nedostatke zakonske regulative, koja onemogućava ispunjenje osnovnih funkcija našeg jedinog finansijskog tržišta. Pre svega, radi se o propisima, koji onemogućavaju investicionim posrednicima – brokerima, da organizuju prezentacije i posete mogućim investitorima, radi utvrđivanja potencijalnog interesa za investiranje i mogućeg raspona cena akcija koje se emituju.

Pored toga, fundamentalni nedostatak srpske berze vezan je za činjenicu da je praktično osnovna pravna forma u srpskoj privredi – jednopersonalno d.o.o, a ne akcionarsko društvo i veća okrenutost kreditnom pribavljanju potrebnog kapitala. Uz to, izrazito veliki troškovi i arbitrarnost Komisije za hartije od vrednosti, destimuliše mobilizaciju kapitala preko berze. Srpska berza institucionalnim rešenjima prisiljava preduzeća na kotaciju, a ne daje dovoljno uslova za masovnu mobilizaciju kapitala.

Kao izvor finansiranja industrijskog razvoja, Beogradska berza je dala skroman doprinos kroz aktivnosti dokapitalizacije akcionarskih društava, koja su taj status stekla Zakonom o svojinskoj transformaciji iz 90-ih godina prošlog veka. Specifičnost ovog oblika emisije akcija je što su se ove vlasničke hartije od vrednosti nudile unapred poznatim investitorima, i to bez javne ponude. U takvim slučajevima, berzanske aktivnosti su imale zakonski legalitet samo sa odobrenjem Komisije za hartije od vrednosti. Reč je uglavnom, o prikupljanju kapitala od vlasnički vezanih kompanija, odnosno, stranih matičnih preduzeća, koja su, preko svojih organizacionih delova u Srbiji, izvršile privatizaciju domaćih preduzeća. Ovakav način investiranja razvoja je zakonski zabranjen u razvijenim tržišnim ekonomijama, tako da je i kod nas usledila zabrana 2009. godine, kada su interesi inostranih investitora bili već zadovoljeni.

Dokapitalizacija je svoj zenit imala 2005 – 2006. godine, u jeku privatizacije u Srbiji. Po ovom osnovu, u zemlju je do 2010. godine ušlo oko 238 miliona evra, u

301. odobrene dokapitalizacije (<http://www.sec.gov.rs/index.php/s>), što je i jedini direktan doprinos finansiranju industrijskog razvoja preko berze.

Najintezivnija aktivnost, uglavnom u trgovini na sekundarnom tržištu (sa već emitovanim finansijskim instrumentima van berze), Beogradska berza beleži do 2008. godine, sa prometom od 882. mil. evra, i to kao rezultat rasta cena finansijskih instrumenata, a ne uvećanja njihovog broja. Posle 2010. godine, promet se kreće između 200. i 300. mil evra, sa znacima oživljavanja u 2017. godini (https://www.belex.rs/trgovanje/istorijski_podaci/godišnja_statistika).

4. Eksterni izvori finansiranja industrijskog razvoja Srbije

Analiza Platnog bilansa Republike Srbije, a posebno Trgovinskog bilansa, ukazuje na činjenicu da naša zemlja već duži niz godina, obilato koristi eksterne izvore finansiranja, kako za opšte društveni, tako i za industrijski razvoj. U svim fazama privrednog razvoja Srbije, strani kapital je imao zadatak da nadomesti nedostajuću domaću akumulaciju, odnosno da omogući finansiranje deficita tekućeg računa platnog bilansa. Uzroci ovakvih negativnih tendencija u našem privrednom razvoju, vezani su za neodgovarajući odnos između domaće proizvodnje i potrošnje. To je ujedno i osnovni izvor spoljne neravnoteže, koji je dodatno potenciran nepovoljnom strukturom bruto domaćeg proizvoda.

Kao što je istaknuto u uvodnom delu rada, ključno pitanje novog modela privrednog rasta Srbije jeste: da li su SDI dovoljan dodatni izvor finansiranja koji obezbeđuje visok, stabilan i samoodrživ rast? Ili, šire postavljen problem je: u kojoj meri postojeća struktura domaćih i eksternih izvora finansiranja, pri sadašnjim i perspektivnim institucionalnim pretpostavkama, političkoj poziciji zemlje i nivoom makroekonomske stabilnosti, obezbeđuju dugoročniji obim investicija od 25% bruto domaćeg proizvoda, sa kontinuelnim stopama od 4 – 5% rasta. Sve to uz pretpostavku da se buduće promene strukture rasta oslanjaju na najdinamičniji rast sektora prerađivačke industrije, sa dominacijom najpropulzivnijih grana zahvaćenih brzim tehničkim progresom, zasnovanim na znanju i inovacijama i uz njegovu izvoznost usmerenost, prvenstveno na tržište Evropske Unije (Službeni glasnik RS 55/2011:2 – 3).

Uz metodološke pretpostavke Harod – Domarovog modela rasta, sa konstantnim marginalnim kapitalnim koeficijentom 5, odgovor na pomenute dileme proističe iz analize kretanja osnovnih makroekonomskih indikatora do svetske ekonomske krize, a posebno, u sedam godina primene novog modela rasta Republike Srbije.

U periodu od 2001. do 2008. godine BDP Srbije, računat po stalnim cenama iz 2002. godine, rastao je prosečno po stopi od 5,41% godišnje. U istom periodu, prosečno godišnje učešće bruto investicija u BDP je bilo 19,95%, a strane direktne investicije (SDI) 6,79%. U periodu od 2010. do 2017. godine BDP je godišnje prosečno rastao po stopi od 0,91%, uz prosečno učešće bruto investicija od 18,33% i SDI od 4,85% u BDP (<http://data.worldbank.org/indicator>).

Sa ostvarenih prosečnih 18,33 % u posmatranom periodu, Srbija je daleko ispod kretanja nivoa investicija u zemljama Zapadnog Balkana, Albanije 27,9%, Bosne i Hercegovine 22,7% i Hrvatske 25,5% (Cvetanović, S. 2014), a posebno zemalja Istočne Evrope, koje su postale članice EU: Mađarske 23,6%, Slovačke 25,0%, ili globalno 23,6% (<http://data.worldbank.org/indicator>).

Pored pada godišnjeg priliva SDI u peiodu posle krize, rast portfolio investicija u Srbiji je zabeležen u periodu od 2003. do 2014. godine, da bi u 2015. godini dostigao maksimum od 7,6 mlrd. evra. U poslednje dve godine, obim ovog oblika stranog investiranja u Srbiji se smanjuje, što se može objasniti iscrpljivanjem početne monopolske pozicije na nacionalnom tržištu i seljenjem ovog pokretnog kapitala na atraktivnija tržišta (NBS statistika, 2017).

Slična kretanja beleže i obaveze prema stranim komercijalnim bankama. Vrhunac zaduženja privrede Srbije prema stranim komercijalnim bankama je bio od 2008. do 2009. godine, u vreme svetske ekonomske krize, sa više od 10 mlrd. evra, da bi se, posle toga, zaduživanje stabilizovalo i stagnira na oko 9. mlrd. evra. Ovo je posebno negativan pokazatelj, s obzirom na to da u strukturi ukupnog zaduženja, sa 99,1 %, dominiraju srednjoročni i dugoročni krediti, koji su zbog svoje ročnosti investicionog karaktera.

Tabela 7: Spoljni dug preduzeća u Srbiji prema stranim komercijalnim bankama u periodu 2007 – 2017. godina u mil. evra – stanje na kraju godine

Opis	2007	2008	2009	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Srednjoročni - dugoročni krediti	7645	10474	10063	8842	9283	9107	8934	8575	8742	9301
Kratkoročni krediti	117	491	137	30	27	25	36	116	86	86
Ukupno zaduženje	7762	10965	10200	8872	9310	9132	8970	8691	8828	9387

Izvor: NBS statistika, 2017. godina

Kada se posmatra sektorska struktura realizovanih SDI u Srbiji, dominacija investicija u sektor usluga, karakteristična za period do 2008. godine, nastavljena je i posle 2010. godine, sa prosečno više od 50% investicija. Ulaganje stranog kapitala u industriju se poslednjih sedam godina kreće prosečno u nivou 45,3%, dok je u prerađivačku industriju prosečno investirano 34,8% od ukupnih SDI.

Tabela 8: Strane direktne investicije u Srbiji po delatnostima u %

Sektori	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Poljoprivreda, šumarstvo i ribarstvo	1,5	0,9	0,9	4,2	-	3,0	2,0
Industrija ukupno	42,5	31,4	74,3	56,8	39,2	36,6	36,5
Pr. električne energije i vode	0,8	0,2	1,0	1,4	1,8	1,4	1,4
Rudarstvo	15,9	13,5	21,6	11,6	1,7	1,0	-
Prerađivačka industrija	25,8	17,7	51,7	43,8	35,7	34,2	35,1
Gradevinarstvo	2,7	2,5	1,9	4,3	10,8	12,3	12,8
Usluge	53,3	65,2	22,9	34,7	50,0	48,1	48,7
UKUPNO mil. evra	1278	3544	1008	1547	1500	2144	2126
SDI % učešća u BDP	3,8	9,9	2,4	3,8	3,7	5,4	5,5

Izvor: Proračun autora na osnovu podataka NBS statistika, 2017. godina

Dominiraju ulaganja u proizvodnju gume i plastike, proizvodnju hrane, pića i duvana, kao i proizvodnju motornih vozila i prikolica. Za razliku od očekivanja, dominiraju ulaganja sa visokim učešćem živog rada, s relativno niskim prosečnim zaradama, što je jasan indikator prioriteta stranih investitora u Srbiji. Može se reći da u ovom momentu, proizvodnja delova, sklopova, podsklopova i komponenti za preduzeća u razvijenim zemljama, pre svega u EU, može postati propulzivan kanal komunikacije domaće privrede sa okruženjem.

Prezentovana analiza ukazuje na jasan zaključak da eksterni izvori finansiranja rasta Republike Srbije, a posebno SDI, uz postojeće strukturne probleme domaćih izvora, ne obezbeđuju dovoljan obim investicija i njihovu adekvatnu strukturu, koji su neophodni za stabilno visok i održiv privredni rast. U kontinuitetu, godišnji manjak bruto investicija kreće se u obimu od oko 6% BDP, odnosno nešto više od 1,8 mlrd. evra, što nije realno pokriti iz eksternih izvora. Pri tom, neadekvatna struktura, kako domaćih izvora, tako i SDI, u periodu od 2010 do 2017. godine nije bila adekvatna podrška prerađivačkoj industriji. Sa prosečnom godišnjom stopom rasta od 2,8% sektora prerađivačke industrije, struktura BDP je neznatno poboljšana u pravcu većeg relativnog udela izvozno orijentisane proizvodnje, čime nisu otklonjeni rizici koji proističu iz spoljne makroekonomske neravnoteže. Time je u potpunosti potvrđena hipoteza iz uvodnog dela rada.

ZAKLJUČAK

Posmatrano kroz prizmu kretanja osnovnih makroekonomskih indikatora u poslednjih sedam godina, može se zaključiti da Republika Srbija nije uspela da izbalansira strukturu izvora finansiranja novog modela privrednog rasta. Dugoročnim osloncem na SDI, kao osnovni izvor finansiranja privrednog i industrijskog razvoja, nisu ostvarena očekivanja o stabilnom rastu bruto investicija i njihovom obimu od oko 25% BDP. U ekonomskoj i industrijskoj politici svesno su zapostavljeni domaći izvori finansiranja investicija, što je imalo za posledicu nepovoljne strukturne tokove u pojedinim izvorima, sa krajnjim rezultatom – niskim privrednim rastom.

Istini za volju, ekonomskoj politici je bio ozbiljno umanjen manevarski prostor kritičnim nivoom javnog duga i potencijalnom krizom spoljne likvidnosti. Tako ograničen budžetski prostor korišćen je za stimulaciju potrošnje (subvencionisanje stambenih kredita), dok je rast zaduženja države kod domaćeg bankarskog sektora, a time i rast kamatnih stopa, ubrzao proces istiskivanja domaćih privatnih investicija. Nezadovoljavajuće stanje jeste i u strukturi kreditnih plasmana domaćih banaka i obimu domaćih investicija, odnosno u upotrebi domaće štednje, kao najvrednijeg domaćeg razvojnog resursa.

Učešće države u finansiranju investicija u posmatranom periodu bilo je ispod svakog minimuma. Treba istaći da je obim kapitalnih izdataka u državnom budžetu, i u godinama sa ostvarenim suficitom, bio minimalan. To je bila posledica dominacije neoliberalne ekonomske politike koja je, u ovom delu, bila prisutna i u realizaciji novog modela rasta.

Ovde treba dodati i kočenje reformi finansijskog tržišta, koje od reaktiviranja rada Beogradske berze, ne obavlja svoju primarnu funkciju. Usled toga, sa padom pasivnih kamatnih stopa u domaćem bankarskom sektoru, došlo je do blokade rasta domaće štednje i njeno zadržavanje kod stranih banaka ili u sivim tokovima.

S druge strane, eksterni izvori finansiranja i po obimu, a i po strukturi, ne pokrivaju finansijski gep, neophodan za visok privredni rast. Pored smanjenja portfolio investicija i stagnacije kreditnog zaduživanja u stranim komercijalnim bankama, obim i struktura SDI nisu dovoljni da se taj gep pokrije. Suprotno od toga, posle perioda masovnih privatizacija, njihov priliv je usporen i pored obilnih

subvencija. Struktura tih investicija ne obezbeđuje bržu promenu strukture BDP u pravcu većeg relativnog udela izvozno usmerene prerađivačke industrije.

Pozitivni rezultati fiskalne konsolidacije stvaraju prostor za radikalniju promenu ekonomske i industrijske politike. Finansijski gep, čije pokriće je moguće samo iz domaćih izvora, nužno je finansirati povećanjem kapitalnih izdataka države, uz razmatranje mogućnosti investiciono usmerenog, ograničenog budžetskog deficita. Pore toga, domaći bankarski sektor sa odgovarajućim podsticajima, nužno je stimulisati u pravcu povećanja investicionih plasmana izvozno usmerenoj prerađivačkoj industriji i rešavanja teško naplativih kredita. U tom pravcu, potrebna je i zakonodavna reforma domaćeg finansijskog tržišta i aktivnija politika privlačenja domaće štednje.

Reference

- Cvetanovic, S. (2014). *Izvori finansiranja razvoja zemalja Zapadnog Balkana 2001-2012*, Niš, Ekonomika 3/2014.
- Đorđević, A. (2016). *Značaj stranih direktnih investicija za zemlje Jugoistočne Evrope sa posebnim osvrtom na Srbiju*, Beograd, Strane direktne investicije i privredni rast u Srbiji, Zbornik radova.
- Dragutinović, D., Filipović, M., Cvetanović, S. (2015). *Teorija privrednog rasta i razvoj*, Beograd, Ekonomski fakultet u Beogradu.
- Đurović – Todorović, J., Đorđević, M. (2010). *Javne finansije*, Niš, Ekonomski fakultet u Nišu.
- Fredholm, J. (2006). *Capital markets in developing countries – A model for capital market diagnostic*, School of Business Stockholm University.
- Gligorijević, Ž., Ćorović, E. 2018. *Ekonomika Industrije*, Novi Pazar, Državni univerzitet u Novom Pazaru.
- Hagemann, H. (2009). *Solow's 1956 Contribution in the Context of the Harrod-Domar Model*, History of Political Economy, No. 41 (Suppl 1).
- Keyns, J. M. (1936). *The General Theory of Employment, Interest and Money*, London, Mcmilan.
- Levine, R. G. (2007). *Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right*, The Quarterly Journal of Economics, Volume 108, Issue 3.
- Lloyd, B. (1977). *The Role of Capital Markets in Developing Countries*, Intereconomics, No.3/4. Ministarstvo finansija RS, *Bilten javnih finansija decembar 2017. godina*.
- Obstfeld, M. (2009). *International Finance and Growth in Developing Countries: What Have We Learned?* World Bank Growth Commission Working Paper Series Number 34. Republički zavod za statistiku. 2014, 2017.
- Sato, R. (1964). *The Harrod-Domar Model vs the Neo-Classical Growth Model*, The Economic Journal. No. 74.
- Schumpeter, J. A. (1911). *The Theory of Economic Development*, Cambridge, MA Harvard University Press.
- Službeni glasnik RS 55/2011, *Strategija i politika razvoja industrije Republike Srbije 2011 – 2020*.
- Smith, W. (2010). In book: *International Economic Development*, Chapter: *Testing the Harrod-Domar Model: A comparative study of economic growth in Haiti and the Dominican Republic*, Publisher: Matrix Publications, Editors: Kishore Kulkarni.
- Solow, R. M. (1994). *Perspectives on Growth Theory*, Journal of Economic Perspectives. No. 8(1).

- Šoškić, D. (2017). *Finansijski sistem i privredni rast*, Ekonomska politika Srbije u 2017. godini, Beograd, Naučno društvo ekonomista i Ekonomski fakultet u Beogradu.
- Stamenković, S., Kovačević, M., Vučković, V., Nikolić, I., Bušatlija, M. (2009). Ekonomska politika u 2010. godini: *Ka novom modelu ravnoteže*, Zbornik radova, , Beograd, Naučno društvo ekonomista.
- Tomljanović, D. (1990). *Finansijska teorija i politika*, Beograd, Savremena administracija.
- Veselinović, P., Makojević, N. (2016). *Izvori finansiranja kao ograničavajući faktor privrednog razvoja*, Unapređenje konkurentnosti privrede republike Srbije, Kragujevac, Zbornik radova, Ekonomski fakultet u Kragujevcu.
- Zec, M., Radonjić, O. (2010). *Sistemska deficit i tranzicija u Srbiji*, Ekonomsko-socijalna struktura Srbije: Učinak prve decenije tranzicije, Beograd, Zbornik radova, Naučno društvo ekonomista.
- Zuleta, H. (2007). *Biased innovations in the Harrod-Domar model*, Rio de Janeiro, Revista de Economia del Rosario 10(2).
- https://www.belex.rs/trgovanje/istorijski_podaci/godišnja_statistika).
- <http://data.worldbank.org/indicator>.
- <http://www.sec.gov.rs/index.php/s>

*Primljeno 30. januara 2019. godine,
nakon revizije,
prihvaćeno za publikovanje 28. marta 2019.
Elektronska verzija objavljena 10. aprila 2019.*

Enes Ćorović je docent na Departmanu za ekonomske nauke Državnog univerziteta u Novom Pazaru. Diplomirao je na Ekonomskom fakultetu u Beogradu (1979), na kojem je i magistrirao (1983). Doktorirao je 2012. godine na Ekonomskom fakultetu u Nišu iz oblasti privrednog razvoja. Autor je jednog udžbenika, kao i određenog broja radova objavljenih u nacionalnim i međunarodnim časopisima.

STRUCTURAL PROBLEMS OF FINANCING OF ECONOMIC GROWTH OF THE REPUBLIC OF SERBIA

Changing the model of economic growth, based on the dynamic increase in investments in the export oriented manufacturing sector, imposed a need to re-examine the structure of the sources of financing and the efficiency of the financial system of the Republic of Serbia. In the focus of the country's economic policy, domestic sources of financing for growth and solving structural problems of their functioning must be found. Domestic savings, although small and insufficient, are not used in accordance with development priorities. Foreign direct investments, both by volume and by their structure, have not, in accordance with expectations, provided high and stable growth and change in the structure of commodity exports, towards a higher share of products based on innovation and knowledge.

Key words: Sources of financial growth, domestic savings, foreign direct investment, industry.